Rubel- und -Wechselkurse
1885—1895.

Ein Beitrag zur Lehre von den auswärtigen Wechselkursen.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

vorgelegt der

hohen staatswirtschaftlichen Fakultät

der

Kgl. Bayr. Ludwig-Maximilians-Universität zu München

von

David Ratner

aus Mohilew a. Dnieper (Russland).

München, 1898.

Kgl. Hofbuchdruckerei Kastner & Lossen

Rubel- und -Wechselkurse
1885—1895.

Ein Beitrag zur Lehre von den auswärtigen Wechselkursen.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

vorgelegt der

hohen staatswirtschaftlichen Fakultät

der

Kgl. Bayr. Ludwig-Maximilians-Universität zu München

von

David Ratner

aus Mohilew a. Dnieper (Russland).

ACAD. LUGDBAT. BIBL.

München, 1898.

Kgl. Hofbuchdruckerei Kastner & Lossen

Meiner teueren Mutter.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41553806_0027

Vorwort.

Die vorliegende Arbeit ist in dem staatswirtschaftlichen Seminare der Universität München entstanden, dessen Mitglied ich im Laufe von vier Semestern war.

Bei dieser Gelegenheit nehme ich Veranlassung, den beiden Leitern des Seminars, Herrn Geheimrat Prof. Dr. Lujo Brentano und Herrn Prof. Dr. Walther Lotz den herzlichsten Dank auszusprechen. Insbesondere bin ich dem letzteren für die mannigfache Unterstützung und Anregung, die er mir bei meiner Arbeit hat angedeihen lassen, zu Dank verpflichtet.

Ferner danke ich hiermit noch Herrn B. Pokrowsky, Chef der statistischen Sektion des Zoll-Departements Petersburg, für die mir freundlich übersandten wertvollen amtlichen Materialien aus dem statistischen Bureau des russischen Zoll-Departements in Petersburg.

München, den 15. Februar 1898.

Der Verfasser.

Inhalts-Verzeichnis.

Einleitung 1

I. Geschichtlicher Ueberblick 2

II. Die Quantitätstheorie 9

III. Der Einfluss des Wechselkurses auf die Handelsbilanz 12

IV. Der Einfluss der Handelsbilanz auf den Wechselkurs 15

V. Der Einfluss der anderen Faktoren der Zahlungsbilanz auf den Wechselkurs 24

VI. Die „Berliner Spekulation“ 29

VII. Der Einfluss der auswärtigen Verschuldung 33

VIII. Die Kursschwankungen in den einzelnen Jahren 45

Schluss 62

Wenn wir die Gestaltung der Rubel- und Wechselkurse[1]) während des Zeitabschnittes 1885—1895 betrachten, so bekommen wir ein merkwürdiges Bild. Der Durchschnitts-Rubelkurs der Jahre 1881—1884 ist 206,13. Vom Jahre 1885 an beginnt der Kurs rapid zu sinken. 1887 ist der Durchschnittskurs nur noch 181,17. Im März des Jahres 1888 erreicht der Rubelkurs das Minimum, nämlich 163,60. Jedoch beginnt der Rubel noch im selben Jahre zu steigen, so dass der Jahresdurchschnitt die Ziffer 189,31 erreicht. 1889 steigt der Kurs noch höher, sein Durchschnitt stellt sich in diesem Jahre auf 214,39. Im September 1890 erreicht der Rubel das Maximum von 263,07. Von diesem Momente an fängt er wieder zu sinken an. Vom September 1890 bis zum Schlusse des Jahres 1891 schwankt der Rubel zwischen 250 und 200. 1892 bewegt sich der Rubelkurs zwischen 200 und 214, 1893 zwischen 206 und 215. Endlich während der Jahre 1894 und 1895 hält sich der Rubelkurs ziemlich konstant: er schwankt zwischen 222 und 219. Parallel mit dem Rubelkurse bewegt sich, wie die Kolumne II in der Tabelle I[2]) zeigt, auch der Wechselkurs von Berlin auf Petersburg.

Auf Grund dieser Zahlen ist man vielleicht versucht, den Schluss zu ziehen, dass in den Jahren 1887 und 1888 Russland eine grosse ökonomische Krisis durchzumachen hatte, und dass im Jahre 1890 Russland sich eines grossen wirt-

[1]) Die Parität des Goldrubels ist: 100 Goldrubel = 324 Mark = 400 Francs = 15 £ 16 sh. 8 d. Der Kürze halber berücksichtigen wir im folgenden nur die Rubel- und Wechselkurse, die auf der Berliner Börse notiert wurden, und zwar diese deswegen, weil, wie wir weiter sehen werden, Berlin in den 80ger und anfangs der 90ger Jahren der Ort der Preisbildung für den Rubelkurs und den Wechselkurs auf Petersburg war.

[2]) Siehe Tabelle I am Schluss.

schaftlichen Aufschwunges erfreute. Das ist aber keineswegs der Fall gewesen, und es ist ohne weiteres klar, dass man weder 1887 und 1888 von einem besonderen wirtschaftlichen Niedergang, noch 1890 von einem besonderen wirtschaftlichen Aufschwung Russlands sprechen kann. Ein Anhänger der Quantitätstheorie würde vielleicht glauben, dass der niedrige Kursstand 1887 und 1888 die Folge einer übermässigen Papiergeldcirkulation war, und dass 1890 der Umlauf des Papiergeldes zurückgegangen war. Allein, wie die Kolumne 3 in Tafel I zeigt, war die Cirkulation des Papiergeldes in diesen Jahren die nämliche, und falls sie 1887 und 1888 übermässig war, so war sie es auch 1890.

Es wird nun zu untersuchen sein, wodurch denn so grosse Rubel- und Wechselkursschwankungen verursacht wurden?

Bevor wir auf die Frage selbst eingehen, halten wir es für nötig, uns ein klares Bild von dem Charakter des russischen Papiergeldes zu machen, und dementsprechend für angemessen, zuerst einen kurzen geschichtlichen Ueberblick über die Entstehung und die Entwickelung des russischen Papiergeldes zu geben.

I. Geschichtlicher Ueberblick.

Bis [1]) zum Jahre 1768 verwendete Russland vorwiegend Kupfergeld. Zwar gab es damals auch Silbergeld, thatsächlich war aber im Inneren des Landes nur Kupfergeld im Verkehr. Wenn man bedenkt, dass 16 Kupferrubel ein Pud (ca. 16 kg) ausmachten, so wird man leicht einsehen, dass des grossen Gewichtes wegen das Kupfergeld als Courantmünze viele Nachteile hatte, insbesondere weil der Geldumlauf dadurch sehr umbequem wurde. Als die Kaiserin Katherine II. Papiergeld emittierte, führte sie als Hauptmotiv zu diesem Akte die Beseitigung der eben erwähnten Nachteile an. Nebenbei bemerkt, wurde dieses überall, wo man

[1]) Das geschichtliche Material ist hauptsächlich dem Werke von Nikolsky, das Papiergeld in Russland*, Kasan 1892, (russisch) entnommen.

Papiergeld einführte, als Grund angegeben. Im Ukas vom 29. Dezember 1768 über die Einführung des Papiergeldes werden als Hauptmotive erwähnt: 1. dass die Schwere des Geldes den Umlauf erschwere, 2. dass die Versendung der Münzen auf weitere Entfernungen mit vielen Schwierigkeiten verbunden sei. Es werden 1769 für eine Million Rubel Papierscheine emittiert, die den Namen „Reichsassignaten" tragen. Zugleich wird in Petersburg und Moskau je eine Bank gegründet, in welcher je 500,000 Kupferrubel als Deckung deponiert werden. Diese Banken sollen dazu dienen, um Assignaten gegen Kupfergeld und Kupfergeld gegen Assignaten einzutauschen. Das Gesetz schreibt weiter vor, 1) dass alle staatlichen Einnahmestellen die Assignaten als Zahlungen annehmen sollen, und 2) dass die Assignaten jederzeit gegen klingende Münze eingelöst werden können. Die Nationalökonomen, die sich mit der Geschichte der Assignaten beschäftigten, wie Speranski, Pezorin und Storch, sind darüber uneinig, ob die Assignaten nur gegen Kupfergeld oder auch gegen Silber einlösbar waren. Da aber in den ersten Jahren nach 1769 der Wert der Assignaten der entsprechenden Summe Silbergeld gleich war, und da ferner erst im Manifeste von 28. Juni 1786 davon die Rede ist, ein mässiges Agio beim Wechseln der Assignaten gegen Silber einzuführen, so glaubt Nikolsky[1]), der neueste Forscher auf diesem Gebiete, annehmen zu dürfen, dass ursprünglich, gleich nach 1769, die Assignaten auch gegen Silber eingelöst werden konnten. — Die Emission von Assignaten wurde von allen als eine Wohlthat angesehen, und in den ersten Jahren standen sie sogar über pari. Die Bevölkerung war zufrieden, die Regierung war es noch mehr. Die letztere hatte nämlich gar zu bald das Hauptziel, das sie angeblich bei der Emittierung der Assignaten verfolgte, die Erleichterung des Geldverkehrs, ausser Acht gelassen und machte vielmehr die Assignatenemission zu einer ausserordentlichen

[1]) Cfr. op. cit. pag. 149 u. ff.

Einnahmequelle. Solange der Frieden anhielt, beschränkte sich die Summe des emittierten Papiergeldes auf 20 Millionen Rubel. Mit dem Ausbruche des türkischen Krieges (1787—1791) fanden mehrere neue Emissionen statt. Die Folgen blieben nicht aus, die Einlösung wurde eingestellt. Der Wert der Assignaten ist nicht mehr konstant, das Disagio derselben gegenüber dem Metallgelde tritt nun zu Tag.

Die Regierungszeit Katherinens II. schloss mit einer beträchtlichen Staatsschuld in Form von Assignaten ab. 1796 cirkulieren Assignaten bereits für 157,7 Millionen Rubel, das Disagio derselben erreichte 31,5%, d. h. für einen Assignatenrubel zahlte man nur 68,5 Silberkopeken. — Die weitere Verbreitung des Papiergeldes lässt sich kurz so charakterisieren: jedesmal wenn die Staatskasse in eine dringende Geldnot geriet, nahm die Regierung ihre Zuflucht zur Assignatenemission, als zu einem ausserordentlichen Einnahmemittel. Und an Geldnot litt Russland in den letzten Jahren des vorigen und in den ersten fünfzehn Jahren dieses Jahrhunderts fortwährend. Hat doch Russland bis 1816 einen fast ununterbrochenen Krieg führen müssen, der natürlich eine Menge ausserordentlicher Ausgaben verursachte. So wurden denn 1798 für den Krieg mit Frankreich 31 Millionen Assignatenrubel emittiert. In den Jahren 1805—1807 während des dritten Coalitionskrieges wurden weitere 120 Millionen emittiert, 1808 zu Anfang des schwedischen Krieges fand eine neue Emission von 95 Millionen Rubel statt. Zur Zeit der Kriegsepoche 1812 bis 1815 wurden bis zum Pariser Frieden weitere 244,5 Mill. Assignatenrubel emittiert, sodass 1815 bereits 825,8 Millionen Assignatenrubel cirkulierten. Das Disagio erreichte damals die Höhe von 76,3%, d. h. für einen Assignatenrubel wurden nunmehr nur noch 23,7 Silberkopeken gegeben. — Die friedliche politische Lage nach 1815 ermöglichte die Einstellung der weiteren Emissionen. Der damalige Finanzminister, Graf Gurjeff, versuchte sogar, die Zahl der umlaufenden Assignaten zu verkleinern und zwar hauptsächlich mittels Anleihen. Es gelang auch dem Finanzministerium in den Jahren 1818—1822

236 Millionen Assignatenrubel aufzukaufen und zu vernichten, sodass 1823 nur noch 596 Millionen Assignatenrubel im Umlaufe waren. Der Kurs derselben stieg von 23,7 im Jahre 1815 auf 27. Diese Assignatenmenge blieb dieselbe bis 1839, in welchem Jahre der Finanzminister, Graf Cancryn, seine Valutareform durchzuführen begann. Zuerst strebte Cancryn danach, Edelmetallmünzen in den Verkehr zu bringen. Da infolge der Gurjeffschen Reform 236 Millionen Assignatenrubel aus dem Verkehr gezogen wurden, und da infolge des wirtschaftlichen Aufschwungs Russlands während der Friedenszeit eine grössere Nachfrage nach Geldmitteln sich bemerkbar machte, so kam es, dass die bis dahin thesaurierten Gold- und Silbermünzen auf den Markt kamen. Um diesen Münzen einen festen Kurs zu sichern, wird am 11. November 1827 ein Ukas erlassen, der verfügt, dass Silbermünzen zur Zahlung von Steuern und anderen Abgaben an die Staatskasse verwendet werden dürfen und zwar zu dem festen Kurse von einem Silberrubel = 3,70 Assignatenrubel. Am 5. Januar 1832 wird der Kurs auf 3,60 festgesetzt. Durch den Ukas vom 1. Juli 1839 werden die Assignaten officiell devalviert auf den festen Kurs: ein Silberrubel = 3,50 Assignatenrubel. Derselbe Ukas verfügt weiter, dass von nun ab der Silberrubel die einzig anerkannte Staatsmünze sein solle. — Die eigentliche Cancrynsche Reform vollzieht sich 1843. Das Manifest vom 1. Juli 1843 ordnet an: an die Stelle der Assignaten sowie aller anderen existierenden Geldzeichen tritt ein neuer Geldtypus: die Reichscreditbillets (Papierrubel). Diese lauten auf Metall; es wird garantiert, dass sie jederzeit zu ihrem vollen Nominalwerte gegen klingende Münze eingelöst werden können. Die Assignaten sollen nun eingezogen und vernichtet werden. Es werden ca. 170 Millionen Reichsrceditbillets emittiert, um die vorhandenen Assignaten in Summa von ca. 595 Millionen Rubel allmählich zum Kurse von 3,50 einzutauschen. Damit die Creditbillets gegen Metall stets umgewechselt werden können, wird ein Metalldeckungsfonds geschaffen im Betrage von einem Sechstel der Summe der emittierten Creditscheine. Im ersten

Jahre betrug der Deckungsfonds ca. 82 Millionen Metallrubel und machte so 48% der emittierten Creditrubel aus. Das neugeschaffene Münzsystem war damals in einem anscheinend gesunden Zustande. Ich sage anscheinend, denn es ist klar, dass die Papierrubel, die nur zu einem Sechstel metallisch gedeckt waren, bloss in ruhigen Zeiten eingelöst werden konnten. Sobald jedoch ausserordentliche Verhältnisse eintraten, die neue Emissionen verursachten, müssten die Papierrubel demselben Schicksale verfallen, wie die Assignaten. — Und so kam es auch wirklich. Nur 13 Jahre dauerte die günstige Lage des Münzsystems. Während des Krimkrieges (1854—1857) wurden ca. 420 Millionen Creditrubel ohne jede Deckung emittiert. Die Folge davon war, dass schon 1856 die Einlösung der Reichscreditbillets eingestellt werden musste. Der Kurs des Papierrubels sank tief unter die Parität des Metallrubels. Die Versuche, die gemacht wurden, die Einlösung wieder herzustellen, schlugen fehl. Zum Beginne des letzten orientalischen Krieges belief sich die Summe der emittierten Creditbillets auf 780 Millionen Rubel. Nun kommt der orientalische Krieg, der Russland über eine Milliarde kostete. Während der Kriegszeit (1877—1878) wurden rund 543 Millionen Papierrubel neu emittiert, so dass nach dem Kriege der Papiergeldumlauf ca. 1323 Millionen Rubel betrug. Auf Grund des Ukases vom 1. Januar 1881 wurden bis 1885 allmählich ca. 250 Millionen Papierrubel von der Staatskasse aufgekauft und vernichtet, so dass 1885 die Papiergeldcirkulation sich genau auf 1073,5 Millionen Rubel belief.

Zum Verständnis der weiteren Entwickelung der Creditbillets führen wir noch die folgenden wichtigen Bestimmungen an. 1876 wird die freie Prägung des Silberrubels eingestellt, 1885 wird die Prägung der Goldmünzen freigegeben, und endlich 1888 verleiht ein Ukas der Reichsbank das Recht, mit Einwilligung des Finanzministers, temporäre Emissionen zu veranstalten, die in ihrem Nominalwerte vollgedeckt werden müssen, bezw. Creditbillets einzuziehen, falls das Bedürfnis nach denselben abnimmt. Von diesem Rechte wurde jedoch

selten Gebrauch gemacht. Bis 1872 blieb die Summe des cirkulierenden Papiergeldes dieselbe, 1892 vergrösserte sie sich um 75 Millionen Rubel, 1893 um weitere 75 Millionen Rubel; 1895 verkleinerte sie sich um 75 Millionen Rubel (siehe Tabelle I).

Aus diesem Ueberblick über die Geschichte des russischen Papiergeldes können wir uns den Unterschied zwischen dem Creditrubel und einer Banknote veranschaulichen, und mithin auch uns diejenigen Wirkungen klarmachen, welche das staatliche Papiergeld im Gegensatz zu der Banknote ausübt.

Banknoten[1]) werden meistens ausgegeben zum Zwecke des Darlehens, wie, z. B. zum Diskontieren von kurzfristigen Wechseln, oder auch gegen Schuldscheine, kurz gegen ein Forderungsrecht. Wenn der Verfallstermin eintrifft, kehren entweder die Banknoten in die Bank zurück, und damit hört ihr Umlauf auf, oder auch es werden statt in Banknoten die Forderungen in Münze bei der Bank eingelöst. Bei steigendem Kapitalienbedarf wird der Umlauf von Banknoten zunehmen; sobald aber dieser Bedarf abnimmt, strömen die Banknoten zu dem Emittenten zurück und verschwinden aus dem Verkehr. Das System der Banknotenemission funktioniert dementsprechend elastisch und automatisch. Der Umlauf der Banknoten ist so beschaffen, dass er je nach der Lage des Geldmarktes sich bald vermehren, sich bald verringern kann.

Anders steht es mit dem Staatspapiergelde. Wie uns die Geschichte der Entstehung und der Entwickelung des russischen Pagiergeldes zeigt, sieht sich die Regierung veranlasst, Papiergeld auszugeben nicht infolge eines Geldverkehrsbedürfnisses, sondern infolge ihrer eigenen Finanznot. Der Staat verwendet das Papiergeld nicht zur Gewährung von Darlehen, also gegen ein Forderungsrecht, sondern hauptsächlich dazu, um damit seine Verpflichtungen auszugleichen. Wenn das im Umlaufe befindliche Papiergeld zur Einlösung

[1]) Cfr. Schönbergs Handbuch d. polit. Oekon. 7. Auflage I, § 62 pag. 472 u. ff.

von Zahlungen an den Staat in die Staatskasse zurückströmt, so wird es nicht zurückgezogen, sondern vom Staate zu seinen Zahlungen wieder verausgabt; und so kommt es, dass das einmal emittierte Staatspapiergeld auch dann im Verkehr bleibt, selbst wenn kein Bedürfnis nach demselben auf dem Geldmarkte vorhanden ist.

Während die Banknotenausgabe eine temporäre, der Nachfrage des Geldmarktes sich anpassende, ist die Emission von Staatspapiergeld eine dauernde Vermehrung des Papiergeldumlaufs. Während ferner die Banknoten teils durch Gold, teils durch kurzfristige Forderungen, die so gut wie Edelmetall sind, voll gedeckt sind, so ist das Staatspapiergeld nur sehr unvollkommen gedeckt. Daher kommt es auch, dass der Wert des Papiergeldes gegenüber dem Metallwerte infolge der schlechten Fundierung ein schwankender ist, und besonders manifestieren sich die Kursschwankungen des staatlichen Papiergeldes im Auslande, das im Stande ist, der jeweiligen Creditwürdigkeit des betreffenden Staates den Kurs anzupassen.

Im folgenden wollen wir die Grenzen der Kursschwankungen der russischen Valuta im Auslande bestimmen.

Seit 1843 war die russische Valuta eine Silberwährung. Nachdem 1856 die Einlösung der Creditbillets eingestellt und der Zwangskurs eingeführt war, verwandelte sich die Silberwährung in eine Papierwährung. Solange aber eine freie Prägung des Silberrubels stattfand, hatte der Creditrubel seinen Geldwert von dem Metallwert des Silberrubels abgeleitet. Die Kursschwankungen des Creditrubels nach oben fanden dann ihre Grenze beim Metallwert des Silberubels. Sobald nämlich diese Grenze überschritten worden wäre, so würde es sich für die ausländischen Schuldner Russlands besser gelohnt haben, Silber nach Russland zu senden, es dort in Silberrubel ausmünzen zu lassen, um damit ihre Verpflichtungen decken zu können. Als aber die Prägung des Silberrubels 1876 eingestellt wurde, konnten die Rubelkurse

auf dem Weltmarkte den Metallwert des Silberrubels überschreiten.

Nachdem die Prägung der Goldmünzen (Imperial und Halbimperial), die als gesetzliche Zahlungsmittel gelten, seit 1885 freigegeben wurde, werden die Rubelkursschwankungen nach oben nunmehr von dem Metallwert des Goldrubels begrenzt, der gleich 4 Francs, 3,24 Mark, 38 d ist. Nach unten jedoch blieb der Creditrubel als uneinlösbares Papiergeld in seinem Kurse nicht limitiert; mithin war der Spielraum der Rubelkursschwankungen ein sehr grosser. Die obere Grenze, die nie erreicht wurde, bildete der Metallwert des Goldrubels, im Sinken jedoch gab es keine Grenze; theoretisch konnte der Kurs des Papierrubels bis auf 0 fallen.

II. Die Quantitätstheorie.

Nachdem wir so den Charakter des Papierrubels uns klargelegt haben, wenden wir uns nunmehr zur näheren Untersuchung der Ursachen der Kursschwankungen während des Zeitabschnittes 1885—1895.

Wenn wir uns an die statistischen Daten halten, sehen wir, dass der Rubel während der von uns betrachteten Periode im Durchschnitt auf $^2/_3$ seines Goldwertes geschätzt wurde. Diese Entwertung um 33 % ist gewissermassen die normale Erscheinung, die eine Folge der oben erwähnten besonderen Verhältnisse der russischen Valuta war. Wie erklären sich aber die Abweichungen der Rubel- und -Wechselkurse um 13—17 % von dem Durchschnittskurse nach oben und unten?

Wir wollen zuerst uns fragen, ob diese Kursschwankungen sich nicht aus der sogenannten „Quantitätstheorie“ erklären lassen.

In der ökonomischen Litteratur finden sich bekanntlich viele Anhänger und Gegner der Quantitätstheorie. Diejenigen, welche ihr huldigen, vor allem Ricardo und seine Schüler, behaupten, dass der Wert des Papiergeldes der Menge des cirkulierenden Papiergeldes umgekehrt propor-

tional ist, dass daher bei einer Zunahme des Papiergeldumlaufs der Kurs desselben fällt, bei einer Abnahme steigt.

Ricardo[1]) stellt es einfach als Dogma hin. Er sagt: „That commodities would rise or fall in price, in proportion to the increase or diminution of money, I assume as a fact which is incontroversible.“ Auf Grund dieser Voraussetzung deduciert nun Ricardo in seiner scharfen Logik weiter und kommt zum Ergebnis „from these principles it results, that there exist no depreciation of money but from excess“.[2])

Tooke, ein Gegner der Quantitätstheorie, beweist auf Grund vieler Thatsachen und an der Hand der Geschichte der englischen Banknoten, dass die Vermehrung der Papiergeldmenge nicht die Ursache des Sinkens der Wechselkurse zu sein braucht. Er sagt[3]): „Während die Notenausgabe der Bank von England von 1797 bis 1817 mit unbedeutenden Ausnahmen stetig zunahm, ... standen die Wechselkurse und der Goldpreis al pari, während der Notenumlauf grösser war als je zuvor, woraus wohl die stärkste Vermutung sich ergiebt, dass die vorausgegangene Vermehrung nicht die Ursache des Sinkens der Wechselkurse war.“

Was Russland anbetrifft, so kann man wohl sicher annehmen, dass während der Jahre 1885—1895 die Quantität des Papiergeldes nicht die Ursache der Kursschwankungen sein konnte. Der Papiergeldumlauf blieb nämlich, wie wir bereits oben erwähnt haben, während dieser ganzen Zeit derselbe, abgesehen von kleinen Abänderungen vom Jahre 1892 ab.

Was nun die Menge des cirkulierenden Papiergeldes in Russland überhaupt angeht, so lässt sich ein Urteil darüber, ob sie „übermässig“ sei oder nicht, schwer fällen. — Durch-

[1]) David Ricardo, Reply to Mr. Bosanpuet's practical observations on the report of the Bullion committee. London 1811, pag. 49.

[2]) Op. c. pag. 95.

[3]) Th. Tooke und W. Newmarch, Die Geschichte und Bestimmung der Preise, deutsch von Ascher, Dresden 1858, Bd. I, pag. 81.

schnittlich beträgt die Papiergeldcirkulation 1100 Mill. Rubel. Bei einer Bevölkerung von ca. 126 Mill. Einwohner macht das ca. 8,7 Rubel per Kopf.[1]) Bedenkt man nun, dass, abgesehen von den einen geringen Wert repräsentierenden Scheidemünzen, der Papierrubel das einzige Zahlungsmittel ist, und weiter, wie sehr die Geldwirtschaft die Naturalwirtschaft, besonders seit der Aufhebung der Leibeigenschaft, mehr und mehr zu verdrängen begonnen[2]), während der Kredit, das Check- und Clearingwesen noch sehr wenig Verbreitung gefunden hat, wird man mit einiger Wahrscheinlichkeit behaupten dürfen, dass 8,7 Rubel per Kopf der Bevölkerung keine „übermässige" Geldcirkulation bedeute.

Andererseits müssen aber doch die besonderen wirtschaftlichen Verhältnisse Russlands berücksichtigt werden. In einem grossen Teile Russlands, besonders in den Dörfern, ist noch jetzt die Naturalwirtschaft überwiegend. Bei dem Verkehr der Bauern untereinander wird bares Geld recht wenig verwendet. Geld braucht der Bauer nur, um Steuern zu zahlen, und Geld bekommt er nur, wenn er in der Stadt seine Produkte verkauft. — Bei solchen Umständen giebt die Menge des cirkulierenden Geldes, auf den Kopf der Bevölkerung berechnet, kein richtiges Bild, denn das Bauerntum ist ja nur in geringem Masse an der Geldcirkulation beteiligt. — Wie dem auch immer sein mag, soviel ist sicher, dass die Summe

[1]) Zum Vergleich mag der Geldmittelumlauf in den verschiedenen Ländern nach der Schätzung des Report of the Director of the mint, Washington 1897 pag. 41 angeführt werden: Am 1. Januar 1897 betrug der Geldmittelumlauf ($ zu 4,20 M. umgerechnet) per Kopf der Bevölkerung in:

Frankreich	145,65	Mark.
Belgien	107,94	„
England	86,73	„
Deutschland	79,59	„
Schweiz	68,59	„
Dänemark	49,68	„
Russland	37,59	„ (davon in Gold 19,57 M.)

Dabei ist zu berücksichtigen, dass Gold in Russland bis 1896 fast gar nicht in den Verkehr kam.

[2]) Cfr. Nicolai-On, Studien über die Volkswirtschaft nach der Bauernemancipation, Petersburg 1893 (russisch.)

der Cirkulationsmittel im Durchschnitt der Periode 1885—1895 nicht mehr betrug als 1880—1100 Mill. Rubel, trotzdem die Bevölkerung immer zugenommen und die Geldwirtschaft sich mehr und mehr entwickelt hat. Wenn also die Geldcirkulation „übermässig" war, so war sie es in den Jahren 1885—1895, jedenfalls nicht in höherem Grade als im Jahre 1880; die Kursschwankungen innerhalb des von uns betrachteten Zeitabschnittes können also nicht dem Einflusse der Menge der Cirkulationsmittel zugeschrieben werden.

III. Der Einfluss des Wechselkurses auf die Handelsbilanz.

Wir wenden uns nun der Erörterung der Frage zu, wie die Handelsbilanz Russlands auf den Rubel- und Wechselkurs wirkte. Wir begeben uns hiermit auf ein in der Währungslitteratur viel bestrittenes Gebiet.

Sowohl von verschiedenem wissenschaftlichen Standpunkte wie auch vom Standpunkte der Parteien aus ist wiederholt und sehr eingehend untersucht worden, welchen Einfluss eine schwankende Valuta eines Landes auf den Aussenhandel dieses Landes habe. Eine zweite Frage, die bis jetzt nicht mit derselben Gründlichkeit erörtert wurde, ist: Hat der Aussenhandel einen Einfluss auf die Valutaschwankungen?

Da wir die Ursachen der Kursschwankungen betrachten wollen, bezieht sich unsere Aufgabe auf die eingehende Untersuchung der zweiten Frage. Es scheint aber geboten, auch die Ergebnisse der Untersuchungen über die erste Frage hier kurz zu erwähnen.

Die wissenschaftlichen Vertreter des Bimetallismus behaupten, dass eine entwertete Valuta in einem Lande, wie eine Prämie für den Export und wie ein Schutzzoll gegen den Import wirke; jedes weitere Sinken der Valuta erhöhe die Exportprämie und den Schutzzoll. Mithin sei der Exporteur des Landes mit einer entwerteten Valuta auf dem Weltmarkte weit concurrenzfähiger, als der Exporteur eines Goldvaluta-

landes, da er auch bei einem niedrigen Preise in Gold einen Gewinn in seiner Landesvaluta haben könne. „Wenn also eine Valutadifferenz entsteht", sagt Otto Arendt[1]) in seinem „Leitfaden der Währungsfrage", „so wirkt sie dahin, dass das Land mit entwerteter Valuta billiger verkauft." Eine entwertete Valuta ruft in diesem Lande einen Anreiz zum Export hervor, dementsprechend steige der Export des Landes mit einer entwerteten Valuta, je mehr der Kurs der letzteren im Einfuhrlande sinkt.

Die Ansichten bei den Vertretern der Goldwährung betreffs des Einflusses der entwerteten Valuta auf den auswärtigen Handel gehen auseinander. Von den zuletzt erschienenen Untersuchungen heben wir folgende hervor.

Prof. Conrad[2]) führt in bezug auf diese Frage folgendes aus: „Darüber kann kein Zweifel sein, dass ein Sinken des Rubelwertes eine Exportprämie für russisches Getreide in sich schliesst. Natürlich! Sind 100 Papierrubel schon für 180 Mark zu haben, so nimmt der russische Getreideexporteur, der in Deutschland für seinen Weizen Gold erhält, für je 100 Rubel 40 Mark mehr ein, als wenn 100 Rubel 220 Mark kosten. ..... Die Exportprämie von 40 Mark setzt den Händler in den Stand, Getreide noch in abgelegeneren Gegenden tiefer in dem Inneren des Landes aufzukaufen und über die Grenze hinaus zu transportieren. ..... Der Export wird dadurch allerdings erhöht. Aber es ist klar, dass sich diese Erhöhung nur in engen Grenzen bewegen kann. Die russische Landwirtschaft, besonders der russische Bauer, ist nicht in der Lage, das Wirtschaftssystem den Preisverhältnissen von einem Jahre zum anderen anzupassen..... Das für den Export verfügbare Quantum wird deshalb in der Hauptsache durch den Ernteausfall bestimmt. Die Preishöhe und somit auch die Valutaverhält-

[1]) Otto Arendt, Leitfaden der Währungsfrage, Berlin 1895, pag. 18 und ff.

[2]) Conrad's Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik Jahrgang 1894 pag. 318.

nisse können darauf nur einen untergeordneten, die Frachtpreise ausgleichenden Einfluss haben. . . . . Der Einfluss der Valutaschwankungen auf die Höhe des Exports . . . . . wird nach allem ausserordentlich überschätzt, er ist nur als ein untergeordneter anzusehen.“ Auf Grund einer statistischen Untersuchung kommt Conrad zum Ergebnis, „dass Rubelkurs und Exportquantität in keinem inneren Zusammenhange stehen.“

Prof. Lexis sagte in der Silberenquete aus:[1]) „Allerdings die Schwankungen der Kurse, die seit 1878 stattgefunden haben, wo wir zeitweise einen Kurs von 184 hatten, dann wieder einen Kurs von 250, haben sich im inneren russischen Verkehr nicht bemerklich gemacht; die waren auch immer nur von kurzer Dauer, ein Auf- und Abgehen umfasste nur ein bis zwei Jahre. Infolgedessen ist auch die Ausfuhr von russischem Getreide zeitweilig begünstigt worden, was keineswegs besagt, dass auch die Menge des russischen Getreides sich deshalb vermehren musste. Es handelt sich vor allem darum, in welcher Weise die russische Einfuhr drücken konnte auf die Preise, ohne dass die Menge der Einfuhr sich deshalb wirklich immer vergrössern musste.“

Karl Ellstätter[2]) behauptet in seiner Abhandlung „Indiens Silberwährung“, dass der Fall des Silberpreises, also das Sinken des indischen Wechselkurses auch nicht den allermindesten Einfluss auf den Weizenexport Indiens gehabt habe. Diese Ansicht scheint jedoch zu extrem zu sein.[3])

In seiner Abhandlung „Rubelkurs und russische Getreideausfuhr“ kommt Kautorowicz[4]) zum Ergebnis, dass es kein

[1]) Deutsche Silberenquete 1894, Bd. I pag. 324, amtliche Ausgabe.

[2]) Karl Ellstätter, Indiens Silberwährung, Stuttgart 1894 pag. 47.

[3]) Prof. Lotz sagt in Bezug darauf: „Ich gehe allerdings nicht so weit wie dieser Autor (Ellstätter) anzunehmen, dass der Fall des Silberpreises auch nicht den allermindesten Einfluss auf den Weizenexport hätte. (W. Lotz, die Ergebnisse der deutschen Silberenquête in Schmoller's Jahrbuch, XIX. Jahrgang, pag. 216).

[4]) Franz Kantorowicz, Rubelkurs und russische Getreideausfuhr, Jena 1896.

automatischer Zusammenhang zwischen dem Rubelkurse und der Höhe der Getreideausfuhr bestehe; die letztere hänge hauptsächlich von den Produktions- und Weltmarktverhältnissen ab.

Wir sehen, soweit induktive Versuche da sind, wie die von Conrad, Ellstätter und Kautorowicz, ist die Theorie der Bimetallisten nicht haltbar. Darüber sind sich alle Sachverständige klar, dass die Vorstellungen, welche die Bimetallisten sich von dem Einflusse der entwerteten Valuta auf den Aussenhandel machen, zum wenigsten sehr übertrieben sind.

IV. Der Einfluss der Handelsbilanz auf den Wechselkurs.

Wie steht es nun aber mit der Beantwortung der zweiten Frage, ob der Aussenhandel einen Einfluss auf die Valutaschwankungen habe? Diese Frage wurde in neuester Zeit ausführlich von Karl Helfferich[1]) in dem Aufsatze „Aussenhandel und Valutaschwankungen“ erörtert.

In dem ersten Teile dieser Abhandlung wird deduktiv die Wirkung des Aussenhandels auf die Kursschwankungen folgendermassen bewiesen. Es sind zwei Gruppen von Faktoren, die für die Gestaltung der Valuta in Betracht kommen, erstens solche, die auf den Staatskredit einwirken. Dazu gehören politische und wirtschaftliche Ereignisse von grosser Tragweite, wie Kriege, finanzielle Krisen u. s. w.

Die zweite Gruppe von Faktoren besteht aus solchen, welche das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage des betreffenden Geldes beeinflussen. Dazu gehören die Handelsbilanz, das Schuldverhältnis des betreffenden Landes, ferner Vermehrung oder Verminderung des Geldpapierumlaufs. Nun argumentiert Helfferich weiter. Alle Faktoren die zur ersten Gruppe gehören, „tragen den Stempel des Aussergewöhnlichen“, sie werden alle infolge ordentlicher Ereignisse hervorgerufen. Man kann daher von denselben absehen, sobald es sich da-

[1]) Karl Helfferich, Aussenhandel und Valutaschwankungen, in Schmoller's Jahrbuch, Jahrgang XXI.

rum handelt, allgemeine Verhältnisse und Wechselwirkungen festzustellen.

Was nun die zweite Gruppe von Faktoren angeht, die das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage von Zahlungsmitteln des betreffenden Landes beeinflussen, so ist von den zwei Hauptfaktoren, auswärtige Verschuldung und Handelsbilanz, die erstere nur allmählichen Veränderungen unterworfen, hat also keinen wesentlichen Einfluss auf die Kursgestaltung der Valuta, die Handelsbilanz dagegen unterliegt jährlich grossen Schwankungen, und diese Schwankungen des Aussenhandels sind es vor allen Dingen, welche einen erheblichen Einfluss auf die Valutaschwankungen ausüben. Eine Zunahme des Exportüberschusses hat eine grössere Nachfrage nach den Zahlungsmitteln des exportierenden Landes zur Folge, der Kurs der betreffenden Valuta steigt, eine Abnahme des Exportüberschusses hat die entgegengesetzte Wirkung zur Folge.

Helfferich sagt nun weiter: die Länder mit einer schwankenden Valuta sind überwiegend Agrikulturstaaten, der Export aus denselben besteht hauptsächlich in Nahrungsmitteln und Rohstoffen, der Import nach denselben in industriellen Erzeugnissen.

Die Einfuhr der industriellen Erzeugnisse ebenso wie die Ausfuhr derselben verändern sich im allgemeinen nur allmählich, während die Ausfuhr landwirtschaftlicher Produkte je nach dem Ernteausfall heftigen Schwankungen ausgesetzt ist. Und daraus schliesst Helfferich, dass es in erster Linie die Grösse der Getreideausfuhr ist, welche für die Kursschwankungen einer entwerteten Valuta von der höchsten Bedeutung ist.

Dieses auf deduktivem Wege gewonnene Ergebnis prüft Helfferich an der Geschichte der russischen Getreideausfuhr und des Rubelkurses. Aus einer Vergleichung der Getreideausfuhr Russlands mit dem Rubelkurse glaubt Helfferich den Einfluss der Getreideausfuhr auf den Rubelkurs bewiesen zu haben.

Meines Erachtens ist die deduktive Beweisführung Helfferichs keineswegs überzeugend. Es lässt sich manches dagegen

einwenden. Wenn es auch wahr ist, dass der Hauptexportartikel der Länder mit einer entwerteten Valuta Agrikulturprodukte sind, so kann doch immerhin die Grösse des übrigen Teiles der Ausfuhr nicht ohne weiteres übergangen werden. In Russland, z. B. schwankt allerdings die Getreideausfuhr in den Jahren 1888—1893 um 65%; es schwankt aber auch die Gesammtausfuhr abzüglich der Getreideausfuhr um 32%. Dies hat sicherlich ebenfalls einen Einfluss auf die Wechselkursschwankungen. Denn die Gesamtsumme der Zahlungen, die Russland zu bekommen und zu leisten hat, ist es, welche die Kursschwankungen beeinflussen kann. Aus demselben Grunde ist ferner zu beanstanden, dass Helfferich die Einfuhr, welche doch auch jährlich einen verschiedenen Wert hat, gar nicht berücksichtigt. Die Handelsbilanz kann sich also auch ändern, abgesehen von der Getreideausfuhr, d. h. die letztere ist nicht das einzige variable Element der Handelsbilanz.

Und sind denn alle jene Faktoren, welche auf den Staatskredit einwirken, so aussergewöhnlich, wie Helfferich es annimmt? Der letztere giebt allerdings zu, dass in den Jahren 1887 und 1888, in welchen die thatsächlichen Kursschwankungen nicht seiner deduktiv gewonnenen Behauptung entsprechen, es die politischen Verhältnisse waren, welche die Kursschwankungen beeinflussten. Wir werden jedoch im folgenden zu beweisen versuchen, dass auch in manchem anderen Jahre die Politik wesentlich auf die Wertgestaltung der russischen Valuta einwirkte.

Es scheint uns verfehlt, aus der Grösse der Getreideausfuhr allein die Wechsel- und -Rubelkursschwankungen erklären zu wollen; denn es gibt noch andere Faktoren, die einen Einfluss auf die Valutagestaltung ausübten.

Man halte sich vor allen Dingen die Thatsache vor Augen, dass es — ob es nun moralisch oder unmoralisch ist, angenehm oder unangenehm klingt — die Börse ist, welche den Staatskredit schätzt und die Kurse festsetzt. Dementsprechend müssen wir jene Motive kennen lernen, von welchen die Ver-

käufer und Käufer an der Börse sich leiten lassen, um die Kursschwankungen überhaupt erklären zu können.

Einblick in diese Verhältnisse gewinnen wir hauptsächlich aus den Börsenberichten. Aus der Lektüre solcher Berichte erhält man den Eindruck, dass die Politik, die sich in tausendfachen Kombinationen und Gestalten darstellt, wenigstens soweit sie Russland angeht, auf den Effektenmarkt einen wesentlichen Einfluss ausübt. Das psychologische Moment, wie das Vertrauen auf eine friedliche Politik Russlands wirkt anregend auf eine Kurserhöhung, das Misstrauen, das man der Politik Russlands entgegenbringt, bewirkt einen Kursfall. Auf den ausländischen Börsen ist man in betreff Russlands folgender Meinung. Solange Frieden herrsche, solange im Innern des russischen Reiches alles seinen ruhigen Gang habe, sei Russland finanziell stark genug, um seinen Verpflichtungen nachkommen zu können. Wenn man aber aus den äusseren und inneren politischen Verhältnissen auf irgend einer für Russland entstehende Gefahr schliessen zu müssen glaubt, dann verliert man zur Zahlungsfähigkeit der russischen Regierung jedes Vertrauen, was natürlich einen Kurssturz zur Folge hat. Damit soll jedoch nicht gesagt sein, dass nur politische Ereignisse die Meinung bestimmen, die man auf den auswärtigen Börsen von der Leistungsfähigkeit Russlands hat. Auch Nachrichten über eine Verbesserung oder Verschlechterung Russlands in wirtschaftlicher Beziehung verfehlen nicht, die entsprechende Wirkung auf die Gestaltung der Kurse auszuüben. Neben den Berichten, wie etwa: „die politische Zuversicht ist im Wachsen, Russen fest," oder auch „die neuesten Massnahmen gegen die Juden erzeugten eine Misstimmung gegen die russischen Werte," finden sich auch solche, wie, „Rubelkurse fest auf günstigen Erntebericht aus Russland." Auch aus diesen wenigen Beispielen können wir ersehen, dass nicht nur politische oder wirtschaftliche Ereignisse von grosser Tragweite, wie Helfferich es glaubt, im stande sind, auf den Staatskredit einzuwirken, sondern dass auch unbedeutende Nachrichten politischer oder auch wirtschaftlicher Natur eine

Meinungsänderung in betreff der russischen Zahlungsfähigkeit und dadurch eine Kursänderung herbeiführen können.

Nach diesen Bemerkungen zu dem einseitigen Erklärungsversuche Helfferichs kommen wir dazu, die Resultate unserer eigenen Untersuchungen über den Einfluss der Handelsbilanz auf die Kursschwankungen, d. h. den Einfluss der Summe der Zahlungen, die Russland vom Auslande zu empfangen und an dasselbe zu entrichten hat, in Kürze zu erörtern.

Für die Gestaltung der Rubelkurse kann indess nur die Handelsbilanz — das Ergebnis des Vergleiches zwischen der Warenausfuhr und der Wareneinfuhr Russlands — über die europäischen Grenzen berücksichtigt werden. Die Zahlungen nämlich, welche infolge des Handelsverkehrs Russlands mit Asien entstehen, werden meistens durch Austausch in Gütern ausgeglichen, und wenn in Geld, dann in bar und ohne Vermittlung westeuropäischer Banken, so dass dadurch das Angebot und Nachfrage von Devisen nicht beeinflusst wird. Wie bewegt sich nun die Handelsbilanz Russlands?

Bevor wir die statistischen Daten des auswärtigen Handelsverkehrs Russlands darlegen, sei hier mit einigen Worten die handelsstatistische Methode, wie sie in Russland im Gebrauch ist, berührt.

Die Handelsstatistik Russlands gibt keineswegs genau die auswärtige Warenbewegung wieder infolge ihrer unvollkommenen statistischen Methode[1]). Seit 1872 werden die Warenwerte nach Schätzungen berechnet und zwar durch amtliche Organe. Dabei wird die Schätzung so vorgenommen, dass die Wertsätze in fixen Werttarifen amtlich für ein oder meist mehrere Jahre festgelegt werden. Diese Werttarife sind sehr mangelhaft, da — selbst, wenn sie ursprünglich genau waren, was keineswegs immer der Fall ist, — die Preisschwankungen ganz unberücksichtigt bleiben. Die Vergleichung dieser statistischen Ziffern wird ferner sehr erschwert infolge des

[1]) Vergl. darüber: Josef Grunzel, Der internationale Handelsverkehr und seine Zahlungsbilanz, Leipzig 1895, pag. 53 und 54.

Schmuggels, der in Russland sehr verbreitet ist.[1]) Die absoluten Zahlen der Ein- und Ausfuhr sind also weit entfernt davon, genau zu sein. Aus diesen mangelhaften statistischen Daten lässt sich nicht viel mehr als die Tendenz der Export- und Importbewegung erkennen, ob nämlich die Warenausfuhr stärker zunimmt, als die Wareneinfuhr oder umgekehrt, ob sich also die Handelsbilanz günstiger oder ungünstiger stellt. Nachdem wir dies vorausgeschickt haben, wollen wir nunmehr die statistischen Daten des russischen Aussenverkehrs selbst ins Auge fassen.

Schon seit den zwanziger Jahren unseres Jahrhunderts hat die Ausfuhr Russlands nach dem europäischen Gebiet in den meisten Fällen die Einfuhr überstiegen; jedoch erstreckte sich der Ueberschuss nur in einzelnen Jahren auf 50 bis 60 Millionen Rubel. Seit 1885 bietet sich eine neue Erscheinung in der Geschichte der russischen Handelsbilanz dar. Im Jahre 1885 übersteigt die Ausfuhr die Einfuhr um 117,4 Mill. Rubel.[2]) 1886 fällt der Ueberschuss auf 49 Mill. Rubel. Das Jahr 1887 bringt einen bis dahin nicht dagewesenen Ueberschuss: die Ausfuhr übertrifft die Einfuhr um fast 229 Mill. Rubel. Im folgenden Jahre 1888 schwillt der Ueberschuss noch mehr an und erreicht die Höhe von 386 Mill. Rubel. Das nächstfolgende Jahr kam zwar dem verflossenen nicht gleich, immerhin belief sich der Exportüberschuss auf 298 Mill. Rubel. 1890 sank

---

[1]) Als Illustration zu dem Gesagten seien folgende Zahlen angeführt: Wegen des geheimen Transports ausländischer Waren nach Russland über die europäischen Grenzen wurden verurteilt:

	Männer	Frauen	zusammen
1886	5,452	1,183	6,635
1887	5,195	1,084	6,279.

Bei den Schmugglern werden Waren konfisciert jährlich bis zum Wert von 600 000 Rubel. „Ueber den wirklichen Umfang der Contrebande", bemerkt Herr Pokrowsky, Chef der statistischen Sektion des Zolldepartements, „fehlen jegliche Kenntnisse". W. Pokrowsky, kurze Uebersicht des Aussenhandels und der Zolleinnahmen Russlands für das Jahr 1894, Petersburg 1896, pag. 77 (russisch).

[2]) Für diese und folgende Zahlen cfr. Tabelle I.

der Ueberschuss auf 227 Mill. Rubel. 1891 weist dem Vorjahre gegenüber eine Zunahme auf, die Ausfuhr zeigt ein Mehr von 287 Mill. Rubel. Das Jahr 1892 zeigt infolge der Missernte des verflossenen Jahres nur einen kleinen Ueberschuss von 39 Mill. Rubel. Jedoch schon im folgenden Jahre steigt die Ausfuhr wieder, ihr Ueberschuss über die Einfuhr beläuft sich auf 111 Mill. Rubel. In den nächstfolgenden Jahren übersteigt ebenfalls die Ausfuhr die Einfuhr, 1894 um ca. 92 Mill. Rubel, 1895 um 135,2 Mill. Rubel.

Das sind die Ergebnisse der Handelsbilanz; wenn auch diese Zahlen nicht genau sind, so lässt sich doch konstatieren, dass der Export Russlands und auch die Mehrausfuhr in den letzten zehn Jahren sehr gestiegen sind. Wie bewegten sich nun während dieser Periode die Rubelkurse?

Das Jahr 1885 war im Sinne der Handelsbilanz für Russland günstig, der Ueberschuss betrug 117,4 Mill. Rubel; der Rubelkurs zeigte die Tendenz zur Besserung, er stieg bis 215,32; jedoch wurde diese Höhe nicht behauptet, er sank wieder bis auf 199,41. Obgleich im folgenden Jahre die Ausfuhr nur um 50 Mill. Rubel die Einfuhr übertraf, behauptete sich während des ganzen Jahres der Rubelkurs auf dem Stand, den er im letzten Quartal des Vorjahres eingenommen hatte. Das Jahr 1887 bietet uns eine merkwürdige Erscheinung: der Ueberschuss der Handelsbilanz belief sich auf 229 Mill. Rubel; der Rubelkurs zeigte während des ganzen Jahres eine abnehmende Tendenz; von 189,38 im Januar fiel er auf 177,31 im Dezember. Im nächstfolgenden Jahre, als die russische Ausfuhr die Einfuhr um die kolossale Summe von 386 Mill. Rubel überstieg, bewegte sich während des ersten Halbjahres der Kurs noch immer abwärts, erst in der zweiten Hälfte des Jahres begann er zu steigen. Der Rubelkurs stieg auch während der Jahre 1889, 1890, obgleich die Handelsbilanz in diesen Jahren nicht so günstig war wie in den Vorjahren. In den letzten Jahren unserer Beobachtung, 1894 und 1895, in welchen die Handelsbilanz ebenfalls eine

wechselvolle war, zeigte der Rubelkurs fast gar keine Schwankungen auf, er bewegte sich um 220.

Auf Grund des eben Dargelegten könnte man auf den ersten Anblick hin zum Ergebnisse gelangen, dass die Handelsbilanz Russlands gar keinen Einfluss auf die Gestaltung der Rubelkurse gehabt habe; jedoch wäre eine solche Schlussfolgerung zu voreilig. Denn aus der blossen Nebeneinanderstellung statistischer Zahlen darf man nicht zu viel schliessen; es müssen auch manche Nebenumstände berücksichtigt werden.

Wenn wir an einer weiteren Stelle die Ursachen der Kursschwankungen eines jeden einzelnen Jahres für sich betrachten werden, so wird sich ergeben, dass auch die Grösse des Exports einigen, wenn auch nicht den einzigen, Einfluss auf die Kursschwankungen hatte. Dasjenige, was wir an dieser Stelle schon feststellen können, ist, dass eine allein massgebende Wirkung der Handelsbilanz auf die Kursbewegungen nicht zu konstatieren ist. Eine Ausnahme bildet das Jahr 1892, in welchem der niedrige Kurs allerdings auf eine Verschlechterung der Handelsbilanz zurückzuführen ist. Die geringe Ausfuhr war in diesem Jahre die Folge der Missernte von 1891. Dies ist jedoch eine Ausnahmeerscheinung, im allgemeinen tritt die gute oder schlechte Ernte nicht als der massgebende Faktor auf, der in erster Linie den Kurs bestimmt.

Gewiss hat auch der Ernteausfall bis zu einem gewissen Grade einen Einfluss auf die Kursschwankungen, und zwar nicht allein der Ernteausfall Russlands, sondern, wie wir gleich sehen werden, auch die Ernteergebnisse anderer Agrikulturstaaten.

Wenn z. B. der Ernteausfall in Russland ein guter, in den anderen Agrikulturstaaten ein schlechter ist, so wird die Folge davon sein, dass die Nachfrage nach russischem Getreide im Auslande gross ist. Russland wird viel exportieren und zu hohen Preisen verkaufen können. Die Zahlungsbilanz Russlands wird sich dadurch bessern und, ceteris paribus, wird der Rubelkurs steigen.

Wenn dagegen die Ernte in Russland schlecht, im Auslande aber gut ausgefallen ist, so wird Russland wenig exportieren und das Exportierte billig verkaufen, da die Preise infolge der günstigen Welternte sinken. Die russische Zahlungsbilanz wird sich verschlechtern und der Kurs, ceteris paribus, fallen.

Selbst wenn Russland eine gute Ernte zu verzeichnen hat, das Ausland aber ebenfalls viel geerntet hat, könnte zwar Russland viel exportieren, es würde aber keine Abnehmer für sein Getreide finden, und wenn es solche fände, dann müsste das Getreide sehr billig verkauft werden. Das würde ebenfalls eine Verschlechterung der Zahlungsbilanz und mithin eventuell einen Kursfall zur Folge haben.

Wir sehen, dass die Kursschwankungen auch von dem Ernteausfall aller Getreide exportierenden Länder abhängen. Jedoch ist dieser Faktor, der Ernteausfall, keineswegs allein ausschlaggebend. Und dies ist auch ganz natürlich.

Wie wir weiter sehen werden, hängt das Angebot und die Nachfrage von Zahlungsmitteln auf Russland keineswegs nur von der Handelsbilanz, selbst nicht von der Zahlungsbilanz im engeren Sinne des Wortes ab. Das Ausland ist, wie unten ausführlich dargethan werden wird, durch den Besitz russischer Wertpapiere in den Stand gesetzt, durch An- oder Verkauf derselben Angebot und Nachfrage von Devisen auf Russland unabhängig von der Zahl der vorhandenen Warendevisen zu machen. An- und Verkauf russischer Wertpapiere hängt einmal von dem Stand des Geld- und Kapitalmarktes in Westeuropa ab. Ein Geldmangel auf dem Effektenmarkte kann die Kapitalisten veranlassen, die in ihrem Besitz befindlichen russischen Wertpapiere loszuschlagen. Ein Mangel an Geldmitteln, z. B. auf der Berliner Börse würde genügen, um den Kurs der russischen Wertpapiere zu drücken.

Hauptsächlich wird jedoch der An- und Verkauf russischer Wertpapiere bedingt durch den Grad des Vertrauens, den man zur Zahlungsfähigkeit Russlands hat. Nun wirken auf das Zu- und Abnehmen des Vertrauens, wie bereits oben er-

wähnt, auch wirtschaftliche Gründe, darunter auch der Ernteausfall.

Und so hat der letztere einen doppelten Einfluss auf die Rubel- und Wechselkursschwankungen: 1. Indem von ihm die Gestaltung der Handelsbilanz abhängt, also die Menge der Warendevisen. 2. Indem er je nachdem das Vertrauen zur Russlands Leistungsfähigkeit steigert oder schwächt. — Einen besonderen Einfluss hat der Ernteausfall auf das Sinken des Vertrauens zur Zahlungsfähigkeit Russlands dann, wenn er ausnahmsweise schlecht ist, wie 1891, im übrigen jedoch ist der Einfluss der Ernte von geringerer Bedeutung. Der Börsianer weiss zu gut, dass die Finanzlage Russlands doch nicht durch einen schlechten Ernteausfall erschüttert oder durch einen guten besonders gebessert werden kann.

V. Der Einfluss der anderen Faktoren der Zahlungsbilanz auf den Wechselkurs.

Wenn der Einfluss der Handelsbilanz, von deren Gestaltung sich jeder einigermassen ein Urteil bilden kann, auf die Kursschwankungen nicht immer nachweisbar ist, so gilt dies um so mehr von den anderen Faktoren der Zahlungsbilanz mit Ausnahme der auswärtigen Verschuldung. Die Ergebnisse dieser Faktoren lassen sich nämlich statistisch gar nicht feststellen, und die einzelnen Versuche, die gemacht worden sind, diese oder jene Elemente der Zahlungsbilanz ziffermässig zu berechnen, sind sehr unzuverlässig, und es wäre gewagt, auf Grund dieser statistischen Versuche irgend etwas folgern zu wollen.

Ich möchte bloss einige Faktoren der Zahlungsbilanz hier kurz erwähnen, die eventuell auf die Kursschwankungen von Einfluss sein könnten.

Zuerst werde die Frage erledigt, wie die Goldanhäufungen in Russland auf die Zahlungsbilanz und mithin auch auf den Rubel- und Wechselkurs gewirkt haben. Darauf ist

zu sagen, dass ein Teil des angesammelten Goldes aus den Goldminen Sibiriens stammt, einen zweiten Teil lieferten die Zolleinnahmen, die bekanntlich in Gold erhoben werden. Den Rest hat Russland im Auslande erworben und zwar meistens mittels auswärtiger Anleihen. Diese Anleihen wirkten aber nicht, wie man etwa vermuten könnte, wie ein Export, d. h. so, dass die Kapitalübertragung an das borgende Land dessen Zahlungsbilanz günstiger stellte. Russland hat zum Zwecke der Goldanhäufung Anleihen in Gold kontrahiert. Die Uebertragung des Leihekapitals bestand in einer effektiven Uebersendung von Gold in Barren oder auch in ausländischen Goldmünzen nach Petersburg. Die Goldanleihen hatten nur eine grössere Nachfrage nach Gold[1]) im Auslande zur Folge. Der Preis des Barrengoldes stieg auch in der Bank von England infolgedessen zeitweilig um ca. 4—5 pro mille[2]) des Münzpreises. Für die Zahlungsbilanz Russlands waren die Goldübertragungen ohne Belang; eine Zunahme der Nachfrage von Zahlungsmitteln auf Russland konnte durch diese Goldanleihen nicht hervorgerufen werden. Für die Zahlungsbilanz Russlands hatten diese Anleihen nur insofern eine Bedeutung, als die Passiva Russlands durch die neuerwachsenen Ausgaben zur Verzinsung und Amortisierung der neuen Anleihen mehr belastet wurden.

Ich will an dieser Stelle gleich bemerken, dass Russland in den Jahren 1885—1895 auch Anleihen in Papiergeld aufgenommen hat. Diese, falls sie im Auslande aufgenommen wurden, verbesserten allerdings im Momente der Kontrahierung die Zahlungsbillanz Russlands. Bekanntlich aber werden die Kreditrubelanleihen, selbst wenn sie „auswärtige“ sind, hauptsächlich im Inlande realisiert; daher wird ihr Einfluss auf die Steigerung des Wechselkurses ziemlich wirkungslos bleiben.

---

[1]) Cfr. Carl Heiligenstadt, Beiträge zu der Lehre von den auswärtigen Wechselkursen (Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, III. Folge, Bd. 5, pag. 228 u. ff.

[2]) Cfr. Ottomar Haupt, Die russischen Goldanschaffungen, Kölnische Zeitung, Abendnummer vom 12. November 1892.

Einen weiteren Faktor der Zahlungsbilanz bilden die Summen, welche Russland für den Bau der Kriegsschiffe jährlich im Auslande ausgiebt. Nach den Rechenschaftsberichten der Staatskontrolle beziffern sich diese Ausgaben jährlich durchschnittlich auf ca. 7,3 Mill. Rubel. Dies ist für die Gestaltung des Rubelkurses infolge seiner unbedeutenden Grösse im Verhältnis zu der ganzen Zahlungsbilanz ohne Belang.

Weiter kommt noch das Geld, welches die Russen im Auslande ausgeben, in Frage. Hier lassen sich schlechterdings gar keine statistischen Berechnungen anstellen. Wenn neuerdings der Versuch gemacht worden ist[1]), aus der Zahl der ausländischen Pässe auf die Summen zu schliessen, welche die Russen im Auslande lassen, so ist gegen eine solche Berechnung manches Bedenken zu erheben. Viele Russen, die einmal ins Ausland gehen, bleiben dort für immer und erwerben sich daselbst ihren Lebensunterhalt. Andere Russen, besonders polnische Bauern, die ebenfalls mit einem ausländischen Pass versehen sind, gehen ins Ausland auf Arbeit, besonders nach den Provinzen Posen, Ostpreussen und Schlesien, wie auch nach den angrenzenden österreichischen Provinzen; sie gehen mit leerem Beutel hin und kehren mit ihrem Verdienste nach Russland zurück. Da es aus der Statistik der ausländischen Pässe nicht ersichtlich ist, welche Russen als Vergnügungsreisende, welche als Arbeiter ins Ausland gehen, so können wir die Zahl der russischen Touristen nicht bestimmen, wir sind daher auch nicht imstande zu schätzen, selbst annähernd, wieviel Geld die Russen im Auslande lassen.

Der Vollständigkeit halber mag noch erwähnt sein, dass Russland an Frachtkosten eine ziemlich bedeutende Summe an das Ausland abtragen muss. Dieser Posten vermehrt naturgemäss die Passiva der russischen Zahlungsbilanz; wieviel dieser ausmacht, kann ich leider nicht angeben. Einen An-

[1]) Scharapoff, Die ziffernmässige Analyse der Bilanz Russlands 1897, (russisch).

haltspunkt haben wir in der Zahl der Schiffe, die unter ausländischer Flagge in den russischen Häfen ein- und ausgingen.

Das prozentuale Verhältnis zu der Gesamtzahl der Schiffe und ihres Rauminhaltes (Eingang und Ausgang) ist:[1])

Jahre:	Unter russischer Flagge		Unter ausländischer Flagge	
	Schiffe:	registrierte Tonnen:	Schiffe:	registrierte Tonnen:
1890 . .	11,8	8,0	88,2	92,0
1891 . .	12,2	8,5	87,8	91,5
1892 . .	14,9	10,3	85,1	89,7
1893 . .	12,0	8,1	88,0	91,9
1894 . .	11,6	6,9	88,4	93,1
1895 . .	11,2	7,3	88,8	92,7

Aus all diesem geht hervor, dass man eine genaue Zahlungsbilanz nicht zusammenstellen kann. Dementsprechend ist es auch unmöglich zu konstatieren, wie die Zahlungsbilanz auf die Kursbewegungen einwirkte.

War aber die Zahlungsbilanz der einzige Faktor, der die Kursschwankungen verursachte? Waren es bloss die Umstände, die aus der Zahlungsbilanz entsprangen, welche auf Angebot und Nachfrage von Zahlungsmitteln auf Russland einwirkten und daher allein für die Gestaltung des Rubelkurses massgebend waren?

Unserer Meinung nach waren die Kursschwankungen in der von uns betrachteten Periode nicht bloss die Folge normaler Vorgänge, die in der Natur der Tratten und ihrer Funktionen im internationalen Verkehre begründet sind, sondern teilweise auch eine anormale Erscheinung, deren Ursprung ausserhalb des Wechselverkehrs und der damit zusammenhängenden wirtschaftlichen Verhältnisse lag.

Neben der Zahlungsbilanz, die regelmässig die Kursschwankungen beeinflusst, ist der wichtigste unter den aussergewöhnlichen Umständen, welche eine Kursänderung ver-

[1]) Kurze Mitteilungen über den auswärtigen Handel Russlands für das Jahr 1895, pag. LV., Ausgabe des Zolldepartements, Petersburg 1896 (russisch).

ursachen, das Mass des Vertrauens, das man im gegebenen Augenblicke zu der Kreditfähigkeit des betreffenden Landes hat, und das sich unter dem Drucke teils wirtschaftlicher, teils politischer Ereignisse häufig ändert. Dieses macht sich hauptsächlich für Länder mit einer entwerteten Papierwährung und grosser auswärtiger Verschuldung fühlbar.

Das Papiergeld ist nicht etwas spezifisch Russisches. Fast alle westeuropäischen Staaten haben eine Zeit lang Papiergeldwirtschaft gehabt, so England und Frankreich während des vorigen und anfangs unseres Jahrhunderts, so die nordamerikanische Union bis 1879, so jetzt noch Oesterreich-Ungarn und bis zu einem gewissen Grade Italien. Die Regierungen entschlossen sich zur Ausgabe von Papiergeld, wenn sie sich in Not befanden. Nun ist es selbstverständlich, dass das so emittierte Papiergeld nicht voll mit Metallgeld gedeckt wurde. Der Deckungsfonds war meistens so gestaltet, dass es keine genügende Garantie für die Einlösung des Papiergeldes gegen Metall bot. Und so basiert das Papiergeld in letzter Linie auf dem Kredit des Staates. Für Russland speziell werden wir noch weiter zeigen, dass der Kreditrubel im Auslande nach demselben Massstabe wie die consolidierten russischen Anleihen geschätzt wurde.

Der Staatskredit und demnach auch der Wert des Papierrubels bestimmt sich auf der Börse. Dies hat seine Vorteile. Die grosse Masse der Kapitalisten, welche die Wertpapiere und auch das Papiergeld des betreffenden Landes besitzen, ist nicht imstande, alle in Betracht kommenden Fragen sachgemäss zu beurteilen und sich ein genaues Bild von der Zahlungsfähigkeit dieses qu. Staates zu machen.

Anders die berufsmässigen Börsenleute, die hierin Routine besitzen. Einige von ihnen haben die nötige Vorbildung, die in Betracht kommenden Kenntnisse, die erforderliche Uebersicht, um fachmännisch zu urteilen und mehr oder weniger das Richtige zu treffen. In ruhigen Zeiten wird die Börse alle wirtschaftlichen Faktoren berücksichtigen und auch andere

Kombinationen anstellen, um sich ein möglichst genaues Bild über den Staatskredit zu machen und demnach die Kurse zu bestimmen.

Andererseits muss zugegeben werden, dass die Spekulation in der Börse nicht selten in blosses „Spiel“ ausartet. In normalen Zeiten bewegt sich die Spekulation in bescheidenen Bahnen, und als gesunde Spekulation hat sie sogar gewisse Vorzüge, indem sie nämlich einer einseitigen Preisgestaltung Oposition bietet und zu grosse Schwankungen verhindert. — In bewegten Zeiten jedoch, besonders in politisch unruhigen, da verlieren auch die soliden Börsianer den festen Grund und Boden zur Beurteilung der wirklichen Lage, und dann wuchert das Spekulationsfieber: in solchen Zeiten nehmen Wertpapiere und das Papiergeld mehr und mehr den Charakter von Spielobjekten an.

VI. Die „Berliner Spekulation“.

Auch die russischen Wertpapiere und der Papierrubel wurden der Gegenstand solchen „Spieles“. Es sei hier mit einigen Worten die sogen. „Berliner Spekulation“[1]) berührt.

Als seit der zweiten Hälfte der achtziger Jahre der Rubel- und Wechselkurs progressiv sank, begann die russische Presse einen heftigen Kampf gegen die Berliner Spekulanten zu führen. „Die Berliner Bankiers und Börsianer haben die Hauptschuld an unseren Kursschwankungen“. Wenn man die russischen Zeitungsartikel, welche dieser Frage gewidmet sind, liest, so könnte man glauben, dass die Berliner Börse einen geheimen aber energischen Kampf gegen die russischen Werte führte, der darauf gerichtet war, den Kurs derselben zu drücken. Mit einer besonderen Leidenschaft entbrannte diese Zeitungshetze in den Jahren 1887 und 1888, als der Rubel auf 50% seines Goldwerts fiel. Diese traurige Erscheinung, das rasche

[1]) Ueber die „Berliner Spekulation“ cfr. den Aufsatz von Sementkowsky, Unser Wechselkurs, in dem „Boten des Nordens“ 1890, V (russisch).

Sinken des Rubelwerts, erklärte man als eine Folge der Intrigue seitens der Berliner Spekulanten. Man verlangte damals vom russischen Finanzministerium Massregeln zur Verhinderung des Börsenspiels mit den russischen Werten, und man beklagte sich über die Regierung, dass sie gleichgültig bleibe und die Intrigue der Berliner nicht zerstöre, etwa durch ein Ausfuhrverbot der Papierrubel oder durch eine künstliche Fixierung des Rubelkurses.

Bald jedoch — seit der zweiten Hälfte des Jahres 1888 — begann der Rubelkurs zu steigen. Diese Thatsache zeigte die Nichtigkeit jener Voraussetzung, als ob die Berliner Spekulation nur darauf gerichtet sei, den Kurs zu drücken; sie zeigte vielmehr, dass die Spekulanten in Berlin gelegentlich auch sehr energisch den Rubelkurs zu heben suchen. Nun musste die russische Presse die Fiktion von einer systematischen Intrigue der Berliner gegen den Rubelkurs fallen lassen, und von da ab behauptete sie, dass die Berliner Spekulation zwar nicht allein auf das Sinken des Rubelkures ziele, dass sie aber zum grossen Schaden Russlands nach Belieben den Rubelwert künslich bald drücke, bald hebe.

Der Einfluss auf die Kursschwankungen, den man der Berliner Spekulation damals zuschrieb, ist zum mindesten sehr übertrieben. Wenn man nämlich bedenkt, dass der russische auswärtige Handelsverkehr einen Umsatz von über eine Milliarde Rubel aufweist, dass ferner eine sehr bedeutende Anzahl russischer Staatspapiere sich im Auslande befindet, so bekommen wir eine Reihe mächtiger Faktoren, die den russischen Kurs beeinflussen. Um bei solchen Verhältnissen dauernd den Rubelkurs nach Belieben ändern zu können, dazu muss man über kolossale Kapitalien verfügen, und selbst dann könnte man nicht, so zu sagen, der einzige Gebieter des Rubels sein. Das Risiko, das sich beim Spekulieren mit russischen Werten bietet, ist ein sehr grosses; solide Firmen haben jedenfalls an einem solchen Risikospiel keinen Anteil genommen. Diejenigen aber, welche mit den russischen Werten spekulierten, konnten allenfalls mit Hilfe irgend eines Börsen-

manövers das eine oder das andere Mal einen Kurssturz oder eine Kurssteigerung vorübergehend hervorrufen; um jedoch für die Dauer den Rubelkurs bestimmen zu können, dazu fehlten diesen Spekulanten die nötigen Mittel, sowie der nötige Einfluss auf die Effektenbörse.

Von der Unhaltbarkeit der Hypothese von dem massgebenden Einfluss der Berliner Spekulation auf die Gestaltung des russischen Kurses, kann man auch auf anderem Wege sich überzeugen.

Es genügt bloss einen Blick auf den Rubelkurs, der in Berlin, London und Paris notiert ist, zu werfen, um sich zu überzeugen, dass der Rubelkurs auf allen europäischen Börsen fast zugleich fällt oder steigt, mit anderen Worten, dass die russische Valuta überall im Auslande gleich geschätzt wird. Wollte man die Idee von der Allmacht der Berliner Spekulanten aufrecht erhalten, so müsste man schlechterdings zugeben, dass zugleich mit Berlin alle anderen europäischen Geldmärkte gegen die russische Valuta intriguieren. Es wird aber wohl kaum jemand einfallen, eine solche Behauptung aufrecht erhalten zu wollen. Uebrigens widersprechen auch augenscheinliche Thatsachen dieser kühnen Mutmassung. So war es, z. B. 1885, dass die Engländer während der Krisis in Afghanistan russische Wertpapiere auf den Markt warfen. Deutsche kauften sie sehr fleissig auf, und dank diesem gelang es den Engländern nicht, den Kurs zu werfen. Also von einem Generalstrike der westeuropäischen Börsen gegen die russischen Werte kann nicht die Rede sein.

Das Körnchen Wahrheit, das in dieser mehr vom nationalen Hass getragenen Behauptung von der „Berliner Spekulation“ liegt, besteht darin, dass die Berliner Börse in den 80er und anfangs der 90er Jahr der Ort der Preisbildung war für den Wechselkurs auf Petersburg und für den Kurs der russischen Wertpapiere, die im Auslande untergebracht waren. Dieser tonangebende Einfluss war aber keineswegs ein künstlicher und willkürlicher, sondern er lag ganz in der Natur

der Sache. Folgende Tabelle zeigt uns den Anteil Deutschlands an dem auswärtigen Handelsverkehr Russlands:

Der auswärtige Handelsverkehr zwischen Russland und Deutschland in Prozent des gesamten russischen auswärtigen Handelsverkehrs:

Einfuhr und Ausfuhr:[1])

1885	33,25 %	1891	31,40 %
1886	31,40 %	1892	32,20 %
1887	30,50 %	1893	25,70 %
1888	31,50 %	1894	27,70 %
1889	31,50 %	1895	33,90 %
1890	30,50 %.		

Aus dieser Tabelle ist es zu ersehen, dass Russlands auswärtiger Handelsverkehr mit Deutschland fast ein Drittel des gesamten auswärtigen Handels Russlands ausmacht, nur in den Jahren 1893—94 beläuft sich der Anteil Deutschlands auf 25—27 % infolge des damals herrschenden Zollkrieges. Der deutsch-russische Handelsvertrag von 1894 stellt wieder die frühere Bedeutung Deutschlands für den auswärtigen Handel Russlands her, der Anteil Deutschlands beträgt 1895 33,90 %.

Zweitens ist es eine bekannte Thatsache, dass die überwiegende Mehrzahl der im Auslande untergebrachten russischen Wertpapiere bis anfangs der neunziger Jahre sich in deutschen Händen befand. Und schliesslich sei noch erwähnt, dass bei der Kontrahierung neuer auswärtiger Anleihen die russische Regierung sich früher fast immer an Berliner Bankhäuser gewandt hat.

Aus all diesem erklärt es sich, warum die Berliner Börse den massgebenden Einfluss auf den russischen Wechselkurs und Staatskredit gewann. Nicht künstlich und auf intriguenhafte Weise, sondern ganz natürlich entwickelte sich die herrschende Stellung Berlins in Bezug auf den Rubel- und Wechselkurs.

---

[1]) cfr. Uebersicht des Aussenhandels Russlands für 1895, herausg. v. Finanzministerium. Petersburg (russisch).

Da die Dinge so lagen, so erklärt sich auch die Unhaltbarkeit jener Vorschläge, die man russischerseits projektierte, um die Berliner Spekulation schadlos zu machen.

Das russische Finanzministerium hat damals alle jene vorgeschlagenen Mittel, die meistens darauf gerichtet waren, den Rubelkurs zu fixieren, unbenutzt gelassen. Im Exposé zum Etat[1]) von 1883 lesen wir z. B.: „Jeder Versuch, den Kurs des Kreditrubels zu heben, hätte nur einen momentanen Erfolg und würde bestimmt misslingen.“ Ein ähnlicher Gedanke findet sich auch in vielen anderen offiziellen Berichten. Im Exposé zum Etat von 1886 heisst es u. a.: „Das Finanzministerium enthielt sich ähnlich wie in den früheren Jahren jeglichen Einflusses auf den Kurs des Kreditrubels.“

Der Berliner Spekulation als solcher wird in keinem Berichte Erwähnung gethan. Worüber jedoch die russischen Finanzminister sich öfters in ihren Exposés beklagten, das war das Drängen der ausländischen Kapitalisten, die russischen Werte in Russland abzusetzen. So lesen wir z. B. im Berichte zum Etat von 1884: „Im verflossenen Jahre war unser Wechselkurs fortwährend niedrig. Der Hauptgrund dafür war das Streben der auswärtigen Kapitalisten . . . . die russischen Wertpapiere in Russland abzusetzen.“ Diese Frage ist umfassender und wichtiger, als die Frage der „Berliner Spekulation“, und wir werden gleich auf dieselbe zurückkommen, wenn wir die auswärtige Verschuldung Russlands als eine der Ursachen der Kursschwankungen behandeln werden. Der Erörterung dieser letzteren wollen wir uns nunmehr zuwenden.

VII. Der Einfluss der auswärtigen Verschuldung.

Der Einfluss, welchen die auswärtige Verschuldung eines Landes auf seinen Wechselkurs ausübt, ist ein zweifacher.

---

[1]) Ich benutze die Exposés, so wie sie in d. angef. Aufsatze v. Sementkowsky citiert sind.

Erstens sind es die Zinsen, die das verschuldete Land den ausländischen Gläubigern zu zahlen hat; dazu kommen die Summen, die zur Tilgung hauptsächlich auf dem Wege der Auslosung einer bestimmten Anzahl von Serien, das Schuldner-Land an die ausländischen Gläubiger naturgemäss abtragen muss. Die Summe beider vergrössert die Passiva des verschuldeten Landes und kann so ein Sinken seines Wechselkurses hervorrufen.

Zweitens aber bewirkt das Rückströmen von Wertpapieren, d. h. die gelegentliche Uebertragung grosser Effektenmengen an das Schuldner-Land vorübergehend ebenfalls eine Vergrösserung seiner Passiva und mithin auch ein Sinken seines Kurses.

Was nun das erstere angeht, so ist betreff Russlands folgendes zu sagen. Nach den Budgets von 1886 bis 1895 beläuft sich die Summe, die Russland jährlich zur Verzinsung und Amortisierung seiner Anleihen ausgibt, durchschnittlich auf ca. 270 Mill. Rubel. Selbst angenommen, dass zwei Drittel russischer Wertpapiere sich im Auslande befinden, so würde sich das Passiv der Zahlungsbilanz Russlands um 180 Mill. Rubel vermehren. Diese Summe wirkt natürlich als ein Druck auf den russischen Wechselkurs. Jedoch kann der Einfluss, den die Zahlung von Zinsen und die regelmässige Einlösung der amortisierten Wertpapiere bei den ausländischen Kreditoren auf den Rubel- und Wechselkurs ausübt, kein besonders starker sein. Diese Summe nämlich wird teilweise durch die grosse Aktiva der russischen Handelsbilanz gedeckt. In manchen Jahren, wie 1887, 1888, 1889, in welchen die Mehrausfuhr 228,6 resp. 385,9 und 298,3 Mill. Rubel betrug, wurde das durch die Zinszahlung an das Ausland entstehende Passiv mehr als voll gedeckt.

Wir kommen nnnmehr dazu, die Wirkungen zu betrachten, welche das gelegentliche Rückströmen der im Auslande untergebrachten russischen Anleihen nach Russland auf den Rubel- und Wechselkurs ausübt. Dieser Prozess geht in folgender Weise vor sich:

Wenn auf einer Börse, z. B. der Berliner, aus irgend einem Grunde russische Wertpapiere in grosser Menge zum Verkaufe angeboten werden, so wird der Kurs derselben naturgemäss fallen. Nun würde dies keinen weiteren Einfluss auf den russischen Wechselkurs haben, wenn nicht alle „internationalen Werte", zu denen auch die russischen Fonds gehören, eine besondere Eigenschaft besässen, die Michaelis[1]) treffend mit dem Worte „Heimweh" bezeichnet. Dieses Heimweh drückt sich darin aus, dass, sobald auf irgend einem auswärtigen Geldmarkte irgend welche internationalen Werte im Kursfallen begriffen sind, sie vor allem ihrem nationalen Geldmarkte zuströmen. Diese Erscheinung erklärt sich folgendermassen. Das Angebot von Wertpapien muss übereinstimmen mit der Höhe der Nachfrage nach denselben, d. h. mit der Grösse des Kapitals, welches im gegebenen Zeitpunkte in diesen Wertpapieren eine Anlage sucht. Nun ist es klar, dass ein bestimmter Geldmarkt, der regelmässig eine bedeutende Menge eines bestimmten Wertpapieres zu bewältigen hat, nicht oder nicht im gleichen Masse durch das Hinzuströmen einer gleichen Menge von Wertpapieren der bestimmten Art alteriert wird, wie ein Markt, der für das betreffende Papier geringe Aufnahmefähigkeit besitzt. Man wird daher mit einem verhältnismässig kleineren Risiko ein neues Angebot bestimmter Wertpapiere auf einen solchen Markt richten, auf welchem der Umlauf der betreffenden Wertpapiere der möglichst grösste ist. Die neu hinzugekommenen Wertpapiere bilden in diesem Falle nur einen kleinen Teil der überhaupt auf diesem Geldmarkte befindlichen Werte derselben Art und üben daher keinen grossen Druck auf den Kurs derselben aus. Dagegen wird dasselbe Angebot auf einem Markte, an welchem in diesen Wertpapieren nur ein kleiner Umsatz stattfindet, und die Nachfrage nach denselben eine beschränkte ist, einen grossen Kurssturz infolge des Ueberschusses hervorrufen. Wenn man man nun bedenkt, dass,

[1]) O. Michaelis, Volkswirtschaftliche Schriften, Bd. II, pag. 225 u. ff.

wie überfüllt auch die auswärtigen Geldmärkte mit den Wertpapieren eines Landes sein mögen, der Hauptmarkt, auf welchem die grösste Menge dieser Werte konzentriert ist, immer der nationale Geldmarkt bleibt, so wird es auch einleuchten, warum die russischen Fonds, sobald ihr Kurs im Auslande fällt, nach Russland zurückzukehren die Tendenz haben.

Ein weiterer Grund, warum bei einem Kurssinken der russischen Anleihen, hauptsächlich bei den Papierrubelanleihen, diese nach Russland zurückwandern, liegt im folgenden: Mit einem Sinken des Kurses russischer Werte, sinkt, wie wir gleich darlegen werden, zugleich auch der Rubelkurs. Das bedeutet, dass die Coupons dieser Wertpapiere, die auf Papierrubel lauten, in der ausländischen Valuta auch im Werte fallen; diese Wertpapiere verlieren also bei einem Kursfall nicht allein an ihrem Nominalwerte, sondern sie werfen auch den Inhabern einen geringeren Gewinn ab. In Russland aber ändert sich der Wert des Papierrubels nicht so schnell wie im Auslande. Die Coupons, die Zinsen, behalten also auch beim Sinken der Wertpapiere mehr oder weniger ihren vollen Wert. Mithin haben auch die Wertpapiere selbst in Russland einen höheren Wert, da sie einen höheren Gewinn abwerfen als im Auslande. Bei einer Baisse wird es also dem ausländischen Inhaber vorteilhafter sein, die russischen Wertpapiere in Russland zu verkaufen.

Nun wissen wir, dass man zur Ausgleichung internationaler Transaktionen sich grösstenteils der Devisen bedient. Diese Devisen brauchen jedoch nicht immer Waarendevisen zu sein, d. h. Devisen, die man für verkaufte Waaren zieht. (Für die Summe von Devisen solcher Art ist die Handelsbilanz massgebend). Ein zweites Kontingent zur Schaffung von Tratten bilden nämlich auch die auswärtigen Anleihen. Die Sache liegt hier so. Wenn aus irgend einem Grunde das Angebot von russischen Wertpapieren im Auslande zunimmt, und der Kurs derselben daher fällt, so streben die russischen Werte aus den dargelegten Gründen nach Russland zurück. Diese Rückbewegung russischer Fonds nach Russland hat

eine Vergrösserung des Passivs der russichen Zahlungsbilanz zur Folge. Die auswärtigen Banquiers bekommen ein reiches Material zum Trassieren von Wechseln auf Russland, da sie als Deckung die russischen Werte haben, welche nach Russland zurückgesandt werden. Das Angebot von Tratten auf Russland nimmt zu, der Wechselkurs auf Petersburg fällt.

Und so erklärt es sich, warum Deutschland im stande war, den Rubel- und Wechselkurs zu drücken, obgleich die Handelsbilanz eine für Russland durchaus günstige war. Da bis 1892 der grösste Teil der russischen Wertpapiere sich in Deutschland befand, so hatte dadurch Deutschland auch die Möglichkeit, das Angebot von Wechseln auf Russland zu vergrössern, die es als Deckung einen grossen Vorrat russischer Wertpapiere besass, die es allzeit in Russland absetzen konnte.

Selbstverständlich konnte die auswärtige Verschuldung Russlands nur dann einen Einfluss auf den russischen Wechselkurs ausüben, wenn die ausländischen Kreditoren Russlands sich dazu verstanden, ihre russischen Wertpapiere zu verkaufen. Nun fragt es sich, warum die ausländischen und speziell die deutschen Inhaber russischer Fonds dieselben losschlagen wollten? Wodurch wurde bei ihnen die Abneigung gegen die russischen Werte hervorgerufen?

Der Zinsgewinn war ein lockender, und wenn also doch verkauft wurde, so müssten andere Motive als die des grösstmöglichen augenblicklichen Nutzens im Spiele sein. . . . . Die russischen Werte warfen bis vor kurzem eine sehr bedeutende Rente ab, eine viel grössere, als die Rente der Wertpapiere anderer europäischer Staaten. Deutschland schliesst Anleihen zu $3^1/_2{}^0/_0$ und $3^0/_0$ ab. Der grösste Teil des französischen Staatskredits besteht in einer $3^0/_0$-igen Rente. England zahlt noch viel weniger seinen Gläubigern, im ganzen $2^3/_4{}^0/_0$ sogar nur $2^1/_2{}^0/_0$. Die russischen Fonds warfen bis vor kurzem durchschnittlich $5^0/_0$ ab und zwar bei einem verhältnismässig niedrigen Emissionskurse. Dieselben hätten also eine besondere Anziehung auf die Kapitalisten des Auslandes ausüben müssen. Wenn aber die letzteren sie trotzdem losschlugen und zwar

in einer so grossen Menge, dass sie den Kurs drückten, so ist es klar, dass hier ein Misstrauen gegen die russischen Werte mitwirkte. Was war nun die Ursache dieses Misstrauens?

Wenn der Kapitalist sein Vermögen in Renten anlegen will, so hat er zweierlei vor Augen. Erstens trachtet er nach einer möglichst sicheren Anlage; zweitens will er auch, dass das angelegte Kapital einen möglichst hohen Gewinn abwerfe. Dies sind die beiden Prinzipien, zwischen denen der Kapitalist zu wählen hat. Der eine entscheidet sich für die Scylla der niedrigeren aber sicheren Rente, der andere für die Charybdis des hohen augenblicklichen Gewinns, der allerdings mit einem grösseren Risico verbunden ist. Der Dritte bemüht sich, zwischen beiden Klippen hindurchzusteuern. Psychische Motive geben hier den Ausschlag, aber auch sie sind bis zu einem hohen Grade wieder der Ausfluss ökonomischer Verhältnisse. — Die englischen Consols, die französische Rente, die deutschen Obligationen erfreuen sich eines festen Vertrauens, sie sind aber wenig rentabel; die russischen Fonds sind dagegen rentabler, gelten aber nicht für so sicher (wenigstens früher nicht). Das Vertrauen ist ein relativer Begriff. Bis zu einem gewissen Grade trauen die ausländischen Kapitalisten auch dem russischen Staatskredite und erwerben auch russische Wertpapiere. Jedoch dieses Vertrauen lässt sich öfters erschüttern, und dieses drückt sich aus in einem grossen Angebot russischer Wertpapiere auf der Effektenbörse. — In den Achtziger-Jahren waren die russischen Fonds keinen geringeren Schwankungen ausgesetzt als der Wechselkurs auf Petersburg. Nehmen wir z. B. den Berliner Börsenbericht vom 25. Februar 1888. Der Wechselkurs auf Petersburg ist notiert mit 161,40, d. h. der Kreditrubel sank auf 50% seines Goldwertes. Für die Orientanleihen zahlt man an demselben Tage 48,5%; für die 4% consolidierte russ. Eisenbahnanleihe 74,6%; für die russische Prämienanleihe zweiter Emission 127,4%. Am 3. September 1890 steht der Wechselkurs auf 262,20, die Orientanleihe auf 84,5%, also 36% höher als am 25. Februar 1888; die 4%

consol. russ. Eisenbahnanleihe stieg um ca. 30%; die Prämienanleihe zweiter Emission stand auf 174,75, also um ca. 37% höher als am 25. Februar 1888. Man könnte so die Uebereinstimmung zwischen dem Rubel- und Wechselkurse und dem Kurse russischer Fonds während der ganzen Zeit verfolgen, die angeführten Beispiele zeigen jedoch zur Genüge die Wechselbeziehungen zwischen dem Wechselkurse und dem Kurse russischer Wertpapiere.[1]) Die Handelsbilanz

[1]) Um zu zeigen, wie die Rubel- und Wechselkurse mit den Bewegungen der russischen Werte parallel gehen, habe ich im Folgenden die täglichen Notierungen der Rubel- und Wechselkurse einerseits und der Kurse einiger russischer Fonds andererseits, zusammengestellt. Der Zusammenhang geht deutlich hervor selbst in diesem absichtlich gewählten Monate, in welchem die Kursschwankungen im Ganzen nur gering waren.

November 1888	Russische Noten	Kurz Petersburg	I. Orient-anleihe	II. Orient-anleihe	III. Orient-anleihe	4% consolid. Anleihe von 1880	5% consolid. Anleihe von 1884
1	215,40 (bz.)	214,40 (bz.)	63,90 (bz.)	64.00 (bz.)	64,75 (bz.)	86,10 (bz.)	100,10 (bz.)
2	215,00 „	213,75 „	63,90 „	64,00 „	64,70 „	86,00 „	100,00 „
3	213,90 „	212,80 „	63,60 „	63.80 „	64,50 „	85,90 „	—
5	213,90 „	212,50 „	63,50 „	63,90 „	64,30 „	86,00 „	100,10 „
6	212,40 „	211,60 „	63,40 „	63,70 „	64.20 „	86,00 „	—
7	207,30 „	206,75 „	—	62,70 „	63,00 „	85,60 „	—
8	207,30 „	204,75 „	61,70 „	61,90 „	62,40 „	85 40 „	99,30 „
9	212,50 „	211,70 „	63,30 „	63,70 „	64.10 „	86,30 „	100,00 „
10	210,60 „	209,90 „	—	63,20 „	63,60 „	86,20 „	99.90 „
12	211,00 „	210,50 „	62,75 „	63,00 „	63,70 „	86,25 „	99,90 „
13	209,70 „	208,30 „	—	62,50 „	63,10 „	86,20 „	99,40 „
14	209,50 „	208,50 „	62,25 „	62,50 „	63,20 „	86,50 „	99,50 „
15	208,10 „	206,75 „	62,00 „	62,25 „	63,10 „	—	—
16	206,25 „	204,75 „	—	61,90 „	62,40 „	86,20 „	99,40 „
17	205,50 „	204,50 „	61,10 „	61,30 „	61,75 „	86,10 „	99,10 „
19	206,40 „	205,00 „	61,30 „	61,70 „	62,50 „	86,25 „	99,50 „
20	209,25 „	207,75 „	61,50 „	62,40 „	63,00 „	86,50 „	—
21	209,10 „	208,25 „	61,70 „	62,30 „	62,90 „	86,30 „	99,50 „
22	208,10 „	206,75 „	61,30 „	62,00 „	62,70 „	86,25 „	99,40 „
23	208,10 „	207,00 „	61,40 „	61,90 „	62,50 „	86,40 „	99,50 „
24	209,50 „	207,75 „	61,80 „	62,20 „	62,90 „	86,75 „	99,60 „
26	208,00 „	206,75 „	—	61,90 „	62,70 „	86,50 „	99,50 „
27	206,00 „	204,00 „	—	61,70 „	62,25 „	86,40 „	99,50 „
28	207,25 „	206,50 „	61,25 „	—	—	86,25 „	99,50 „
29	208,00 „	206,75 „	—	61,90 „	62,50 „	86,40 „	99,75 „
30	206,15 „	205,50 „	60,50 „	61,50 „	62,00 „	86,40 „	99,75 „

Nach den amtlichen Kurszetteln.

Russlands mag günstig oder ungünstig sein, sie bewirkt nicht immer ein entsprechendes Steigen oder Sinken des Wechselkurses. Jedoch ist es nicht vorgekommen, dass die russischen Staatspapiere auf den auswärtigen Geldbörsen sich in ihrem Kurse besserten oder verschlechterten, ohne dass der russische Wechselkurs zugleich mit ihnen stieg oder sank. Und dies liegt auch durchaus in der Natur der Sache wohl begründet.

Wenn sich der auswärtigen Kapitalisten ein Misstrauen gegen den Staatskredit Russlands bemächtigt, dann beginnen sie die russischen Werte zu verkaufen. Infolge eines grossen dringlichen Angebots sinkt also der Kurs derselben. Die Bankinstitute sind nun ihrerseits imstande, dank den von den Kapitalisten zum Angebot gebrachten russischen Fonds Wechsel auf Russland zu ziehen, da sie sicher sind, als Deckung russische Werte nach Petersburg absetzen zu können. Das Angebot der Devisen auf Russland nimmt zu, der Wechselkurs sinkt.

Wenn aber die Wertpapiere Russlands sich im Auslande eines vollen Vertrauens erfreuen, dann werden die Inhaber derselben sie fest in ihren Händen halten, man wird sie wegen ihres hohen Ertrages auch zu erwerben suchen; der Kurs wird steigen. Zugleich wird aber das Material zum Trassieren von Wechseln auf Russland sich verringern, der Wechselkurs auf Petersburg wird also infolge der Abnahme des Angebots steigen.

Das Steigen und Sinken der russischen Wertpapiere und des Wechselkurses wird von der Berliner Börse ausgehen, weil eben, wie oben bereits erwähnt, die russischen Fonds bis vor einigen Jahren zum grössten Teile in den Händen Deutscher waren.

Wir werden jetzt auch den Grund jener Angriffe auf die „Berliner Spekulation“ verstehen. Auf der Börse nämlich wird die allgemeine Stimmung, mag dieselbe für den russischen Staatskredit günstig oder ungünstig sein, das Uebergewicht bald der Haussespekulanten, bald der Baissespekulanten zur

Folge haben. Wenn bei den Kapitalisten Vertrauen zu Russland herrscht, dann werden die Haussiers den Kurs der russischen Werte in die Höhe treiben; wenn dagegen die Stimmung gegen Russland ist, dann werden die Baissiers sie ausnutzen, um den Kurs zu drücken. Deutlich tritt die Wirkung der gegen Russland herrschenden Stimmung auf den Kursrückgang russischer Werte in den Jahren 1887 und 1888 hervor. Halboffiziöse Blätter, wie die „Berliner Politischen Nachrichten", die „Post" und auch die „Kölnische Zeitung" bringen seit Juni 1887 fortwährend Artikel gegen die russischen Effekten und warnen das Publikum vor der Anlage von Kapital in russischen Werten. Dazu kam noch, dass im November 1887 die Lombardierung russischer Werte der Reichsbank und der „Seehandlung" verboten wurde. Der ängstliche kleine Mittelstand, in dessen Händen sich die russischen Fonds grossenteils befanden, hat vor einem Zeitungsartikel einen grossen Respekt; dieser kann sich zu einem förmlichen Offenbarungsglauben steigern, falls dieses Stück bedruckten Papiers zur Vertretung der Ansichten seiner eigenen Regierung dient, die doch nur sein Bestes zum Leitmotiv haben wird. Er weiss nicht, wie ein solcher Artikel zu stande kommt und ahnt nicht, dass die Politik oft andere Interessen hat, als die seines Geldbeutels. In unserem Falle hatten die Vertreter dieser kleinen Rentnerklasse nichts Eiligeres zu thun, als ihre russischen Werte zum Banquier zu tragen und demselben die Ordre zu erteilen, sie so schnell als möglichst zu verkaufen. Die Folge waren Massenverkäufe russischer Papiere und daher ein erheblicher Kursrückgang derselben. Die „Norddeutsche Allgem. Ztg.", das Organ des Fürsten Bismarck schrieb:[1]) „Materiell ist die Verfügung (die Einstellung der Lombardierung russischer Werte) ohne grosse Bedeutung, desto grösser aber ihre prinzipielle Bedeutung und daher die tief einschneidende und verstimmende Wirkung zu erklären, welche sie auf dem Markte für russische Werte ausübt. Dass letztere matt waren, ver-

[1]) Jahrgang 1887 Nr. 530.

steht sich nach Lage der Sache von selbst, sie waren stark angeboten.“

Es ist aus dem Vorhergehenden zu ersehen, dass die Berliner Spekulanten nicht selbständig wirken, sondern dass sie sich der im gegebenen Augenblicke herrschenden Meinung hinsichtlich der Kreditfähigkeit Russlands unterwerfen. Das Steigen und Sinken des russischen Kurses ist bloss der Reflex des Vertrauens oder auch Misstrauens, das man in den russischen Staatskredit setzt. Die Berliner Börse hatte an und für sich gar kein Interesse und auch keine Schuld an den Kursschwankungen. Ja, bis zum einem gewissen Grade ist es gerade der Börse zu verdanken, dass ein zu heftiges Schwanken der Kurse verhindert wird; sie erweist sich häufig als nützlicher Regultor der Kurse.

Kehren wir zum russischen Staatskredit zurück und fragen wir uns: warum schwanken in den 80er und anfangs der 90er Jahre gerade die Kurse der russischen Fonds und nicht im gleichen Masse die der englischen Konsols, der französischen Rente oder der deutschen Obligationen? Der Grund hiervon liegt unseres Erachtens im folgenden:

Die Wertpapiere Englands, Frankreichs und Deutschlands sind grösstenteils im Inlande untergebracht. Die wenigen ausländischen Inhaber derselben sind meistens reiche Leute, sie achten nicht so auf jedes aufkommende Gerücht oder auf irgend ein politisches Ereignis geringerer Bedeutung, dass sie an der Sicherheit der Consols oder Renten zweifeln würden. Diese Kapitalisten sind auch im stande auszuharren, selbst wenn der Kurs der Consols oder der Rente infolge irgend eines Zufalls manchmal sinkt. Die russischen Fonds dagegen, die sich in bedeutender Menge im Auslande befinden, zeigen sich sehr empfindlich gegen jedes Ereignis, welches einen Druck auf ihren Kurs ausüben könnte, und werden daher sogleich auf den Effektenmarkt in grosser Menge zum Verkauf geworfen.

Die russischen Fonds befinden sich im Auslande eben in „schwächeren“ Händen als die Wertpapiere anderer euro-

päischer Grossstaaten. Der Hauptbeweggrund, welcher die auswärtigen Kapitalisten veranlasst, russische Staatspapiere zu erwerben, besteht in der grösseren Rente, welche diese Werte im Vergleich zu den andern abwerfen. Jedoch diese grössere Rente ist mit dem Risiko verbunden, eventuell an den Wertpapieren selbst infolge der Unstätigkeit ihres Kurses viel zu verlieren. Infolgedessen werden von der grösseren Rente der russischen Fonds viel minder reiche Leute angelockt, und diese sind für ihr Kapital zu sehr besorgt, um die russischen Fonds „fest" zu halten. Solche Leute wollen die angeworbenen russischen Werte sogleich wieder losschlagen, sobald ihr Kurs sinkt. Da eben die russischen Werte im Vergleich zu denen Englands, Frankreichs und Deutschlands einen spekulativen Charakter trugen, so wurden sie auch meistens seitens der Ausländer nicht in der Absicht einer festen Anlage von kräftigen Kapitalisten erworben, sondern zu Spekulationszwecken oder auch als vorübergehende Kapitalanlage des ängstlichen kleinen Mittelstandes gekauft und verkauft. Daher erklärt sich auch einmal der plötzliche Zufluss und das andere Mal das plötzliche Abströmen der russischen Fonds zu und von dem Geldmarkte, die starke Kursschwankung und mithin auch die Schwankungen der Rubel- und Wechselkurse.

Aus dem Dargelegten sahen wir, dass das Steigen und Sinken des Rubel- und Wechselkurses unmittelbar zusammenhängt mit dem Steigen und Sinken der russischen Wertpapiere, und dass die Stabilität beider von dem Grade des Vertrauens abhängt, welchen die auswärtigen Kapitalisten zu der Kreditfähigkeit Russlands besitzen. Wodurch wird nun das Vertrauen zur russischen Regierung bedingt?

Die Ansicht der auswärtigen Gläubiger Russlands hinsichtlich seiner Zahlungsfähigkeit wird unter anderem durch die wirtschaftliche Lage Russlands bestimmt. Glaubt man, dass die ökonomischen Verhältnisse im russischen Reiche sich gebessert haben, so steigt das Vertrauen, wenn man aber der Meinung ist, dass in wirtschaftlicher Beziehung Russlands

Lage sich verschlechtert habe, dann tritt ein Misstrauen gegen den russischen Staatskredit hervor.

Jedoch neben den wirtschaftlichen Veränderungen haben auch die politischen Ereignisse einen entschiedenen Einfluss auf das Mass des Vertrauens, das man im gegebenen Momente zur russischen Regierung hat. Indirekt hat also die politische Stimmung, die auf den auswärtigen Geldbörsen in Bezug auf Russland herrscht, einen wesentlichen Einfluss auf die Rubel- und Wechselkurse.

Dass poliitsche Ereignisse überhaupt eine Ursache grosser Wechselkursschwankungen sein können, kann man an dem Beispiele des Jahres 1848 ersehen. Damals drohte allen Ländern Westeuropas die Gefahr einer Revolution; England war das einzige Land, das frei von inneren Unruhen blieb. Dank diesen Umstande beeilten sich die westeuropäischen Kapitatisten ihr Geld nach London zu übertragen. Die Nachfrage von Wechseln auf London nahm dermassen zu, dass man z. B. in Berlin[1]) für einen zweimonatlichen Wechsel auf London eine viel grössere Summe zahlte, als die, welche man erst nach zwei Monaten in London bekam. Der Wechselkurs auf London stieg also weit über pari. — Ein anderes Beispiel dafür, dass in politisch unruhigen Zeiten der Wechselkurs trotz einer günstigen Bilanz sehr erschüttert wird und tief unter pari fällt, entnehmen wir dem klassischen Werke Goshens „the Theory of foreign Echanges[2]) „Such an instance occured in the first months of 1861, when, under the growing apprehensions of civil war in the United States fluctuations occured in the American rates of exchanges which extended far below the specie-point.

The balance of trade had been strongly in favour of America. Very considerable exports of grain and flour, coupled with a reduction of imports, in consequence of political apprehensions, had established a surplus of claims on foreign

[1]) Michaelis, op. cit. Bd. II, pag. 70.

[2]) Goshen, The Theory of the foreign Exchanges, 13. Edition, London 1888, pag. 49.

countries over the debts due to them. Accordingly it was natural that the exchanges schould fall to specie-point; but the fact was, they fell much below it. How could this be accounted for?

The reason must be sought in the peculiarly urgent necessity under which the exporters were labouring of selling their bills immediately at any sacrifice. It was a question of time. Three or four per cent. were sacrificed to secure the proceeds of the bills on England at once, instead of waiting for the arrival of gold."

Jedoch der Einfluss der politischen Stimmung auf den Wechselkurs tritt in Ländern mit einer gut geordneten Valuta nur sehr selten hervor nur eben in solchen unruhigen Zeiten, wie im Jahre 1848, als die Bestürzung eine allgemeine war, oder auch wie im Jahre 1861, in welchem der nordamerikanische Bürgerkrieg tobte.

Russland aber musste infolge seiner Papierwährung, und da es dank seiner grossen auswärtigen Verschuldung in einem gewissen Abhängigkeitsverhältnisse von den Nachbarstaaten war, Wechselkursschwankungen erleiden — nicht nur infolge grosser politischer Umwälzungen, — sondern schon infolge irgend eines politischen Ereignisses oder Gerüchtes, das eventuell eine Verstimmung gegen Russland auf den auswärtigen Geldmärkten hervorrufen konnte.

Und so werden die Schwankungen des Rubel- und Wechselkurses ausser von der Handelsbilanz noch von einer anderen, manchmal viel wirksameren Ursache bedingt; und diese Ursache ist die politische Stimmung auf den auswärtigen Börsen.

VIII. Die Kursschwankungen in den einzelnen Jahren.

Nunmehr wollen wir sehen, wie in der von uns betrachteten Periode alle Ereignisse, von denen man auf die Solidität Russlands schliessen könnte, auf das Vertrauen zum russischen Staatskredit und mithin auch indirekt auf den Rubel- und Wechselkurs gewirkt haben.

Im Folgenden werden wir Jahr für Jahr über die ökonomische Lage Russlands einerseits, und zwar hauptsächlich über die Ernteergebnisse, die Handelsbilanz, sowie andererseits über den Gang der politischen Ereignisse kurz berichten. [1]) Indem wir damit die Kursbewegungen vergleichen, werden wir uns den inneren Zusammenhang zwischen den Kursschwankungen und der Stellung Russlands in ökonomischer und politischer Beziehung zu erklären suchen.

Um die Bewegungen des Kurses näher verfolgen zu können, haben wir die Monatsdurchschnittskurse des Rubels auf der Berliner Börse von 1885 bis 1895 zusammengestellt. (Siehe Tabelle II.)

1885.

Die Ernte des Jahres 1884/85 (1. Oktober 1884 — 30. September 1885) war im grossen und ganzen eine mittelmässige. Russland konnte seinen Export dem Vorjahre gegenüber vergrössern, besonders war die Roggenausfuhr nach Deutschland eine rege. Die Gesamtausfuhr Russlands betrug 1885 497,201.000 Rub., während die Einfuhr nur 379,795,000 Rub. betrug. Die Activa der Handelsbilanz zeigten also ein Mehr von 117,406,000 Rubel. Im Sommer dieses Jahres verbreiteten sich Gerüchte über schlechte Ernteaussichten für die kommende Herbsternte.

Was die Stellung Russlands in der auswärtigen Politik angeht, so ist im ersten Quartal die Stimmung in Deutschland eine für Russland günstige gewesen. Sie kam noch aus dem Vorjahre her. Als nämlich die englisch-russischen Beziehungen in Asien 1884 sich verschlechterten, verhielten sich

[1]) Das geschichtliche Material über die politischen und ökonomischen Ereignisse ist hauptsächlich aus deutschen und russischen Zeitungen und Zeitschriften geschöpft, u. A. National-Zeitung, Frankfurter Zeitung, Berliner Tageblatt, Norddeutsche Allg. Zeitung, Preussische Jahrbücher, (russ.) Finanzbote, Handels- und Industrie-Zeitung, Börsennachrichten. Für die Getreideexport- und Importverhältnisse cfr. Kantovowicz, Rubelkurs und russische Getreideausfuhr, Jena 1896.

die verbündeten Regierungen Deutschlands und Oesterreich-Ungarns der Politik Russlands gegenüber sympathisch. Man hoffte ökonomische Vorteile für Deutschland zu gewinnen, die bei einer eventuellen Blockade der russichen Häfen erlangt werden würden, insofern, als dadurch der deutsch-russische Handelsverkehr, besonders aber der deutsche Transithandel sich steigern würde. Jedoch bald nachher wurden diese Hoffnungen zerstört. Ende März 1885 kam zwischen England und Russland nach Rücktritt des Ministeriums Gladstone ein Vergleich betreffs der Afganistenfrage zustande. Zufolge dieser Enttäuschung kühlte sich die Sympathie Deutschlands für Russland ab.

Bald kam es auch zu Differenzen zwischen dem deutsch-österreichischen Zweibund und Russland gelegentlich des Ausbruchs der Revolution in Ostrumelien. Man argwöhnte, dass die rumelische Erhebung von Russland insceniert worden sei. Die politische Situation war nicht klar, man witterte grosse Ereignisse.

Der Rubelkurs bewegt sich im ersten Quartal dieses Jahres zwischen 215 und 211; vom April bis zum Schlusse des Jahres schwankt er zwischen 205 und 199. Der verhältnismässig hohe Stand des Rubels im ersten Quartal kann aus der ökonomischen Lage Russlands sich nicht erklären lassen, da in diesen drei Monaten keine Verbesserung in wirtschaftlicher Beziehung eintrat. Wohl aber wird der hohe Rubelkurs den freundschaftlichen Beziehungen zwischen Russland und Deutschland zu verdanken sein. Drastisch erscheint der Einfluss der veränderten politischen Stimmung auf den Rubelkurs im Monat April. Gleich nach dem Vergleiche zwischen England und Russland (Ende März) fällt der Rubel von 211,5 im März auf 199,9 im April. Der niedrige Stand des Rubels während des übrigen Teiles des Jahres ist die Folge teils der politischen Verwirrung, teils der schlechten Ernteaussichten für das nächstkommende Jahr.

1886.

Die ökonomischen Verhältnisse in Russland verschlechterten sich in diesem Jahre wesentlich. Die Ernte blieb, wie man voraussah, gegen die vorjährige erheblich zurück. Sie betrug 1885/86 117,800 000 Tschetwert Roggen und 2,980 000 Tschetwert Weizen. Die Welternte dagegen war 1885 im allgemeinen eine gute. Nur dank dem Umstande, dass Deutschlands Roggenernte in diesem Jahre ebenfalls unter einer Mittelernte blieb und dass Deutschland im Roggenbezuge hauptsächlich auf Russland angewiesen ist, konnte ein ziemlich bedeutender Roggenexport nach Deutschland stattfinden.[1]) Jedoch ging die Ausfuhr Russlands sehr zurück, sie betrug im ganzen nur 432,138 000 Rubel. Der Ueberschuss der Ausfuhr belief sich blos auf ca. 49 Mill. Rubel.

Auch haben die politischen Ereignisse das Misstrauen gegen Russland gesteigert. Die auswärtige Politik war auch in diesem Jahre von der orientalischen Frage beherrscht. Es wurde immer klarer, dass die Interessen Russlands im Gegensatze zu denen der anderen Mächte ständen. Während es Russlands Wunsch war, eine Trennung Bulgariens von Ostrumelien herbeizuführen, strebten die übrigen Mächte nach einer Vereinigung beider Bulgarien, da sie darin eine Schutzmauer gegen Russland sahen. Der Sultan gab dem Drängen Westeuropas nach und ernannte den Fürsten von Bulgarien, Prinzen Alexander von Battenberg, zum Generalgouverneur von Ostrumelien. Russland antwortete mit der Schliessung des Freihafens von Batum, und in einem Tagesbefehl, der anlässlich des Stapellaufs zweier Panzerschiffe in Sebastopol und Nikolajeff erlassen wurde, heisst es: „Die Umstände können mich (den Kaiser) zur bewaffneten Verteidigung der Würde des

[1]) Der Getreideexport von Russland nach Deutschland belief sich in Tonnen:

	Weizen	Roggen	Hafer
1885	323,222	421,212	122,246
1886	141,819	329,425	40,259

(cfr. Statistisches Jahrbuch 1887, pag. 55, resp. 1888, pag. 49).

Reiches zwingen.“ Die plötzliche Absetzung des Fürsten Alexander von Battenberg durch die Palastrevolution vom 21. August erregte die Gemüter noch mehr; und schliesslich deutete die Einbringung der Militärvorlage im deutschen Reichstage auf eine Verschärfung der schon so sehr gespannten politischen Stimmung hin.

Der Kursstand des Rubels ist während des ganzen Jahres ein sehr niedriger. In der ersten Hälfte des Jahres ist er noch ziemlich stabil, am Schlusse des Jahres fällt der Rubel sprungweise, so von 196 im September auf 193 im Oktober und 189 im Dezember. Der niedrige Stand des Rubelkurses ist die Folge der verschlechterten Lage Russlands sowohl in wirtschaftlicher als auch politischer Beziehung. Wir wollen hierbei auf folgende Thatsache aufmerksam machen. Im Sommer dieses Jahres bezeichneten alle Ernteberichte die Ernteaussichten in Russland als sehr gute. Und die Herbsternte des Jahres 1886 war auch gut. In normalen Zeiten hätte dieses zu einem Steigen, wenigstens zu einer grösseren Stabilität des Rubelkurses beigetragen; thatsächlich zeigte gerade in den letzten Monaten der Rubelkurs eine degressive Tendenz. Diese Thatsache lässt sich nach den Börsenberichten nur daraus erklären, dass am Schlusse des Jahres 1886 die Spannung zwischen Russland und den anderen Mächten, speziell Deutschland, sich zuspitzte.

1887.

Die Ausfuhr aus Russland nach Deutschland war im ersten Quartal noch ziemlich schwach. Als aber die guten Ernteaussichten für das laufende Jahr sich im höchsten Masse bewahrheiteten, — die Ernteergebnisse in Russland waren 1887; 124,900000 Tschetwert Roggen und 46,700000 Tschetwert Weizen — wurde der Getreideexport in der zweiten Hälfte dieses Jahres ein sehr reger. Da aber auch in Deutschland die Ernte, besonders die Roggenernte 1887 gut ausfiel, waren die Getreidepreise in den letzten Monaten dieses Jahres

gefallen.[1]) Im ganzen betrug die Ausfuhr aus Russland 1887 562,877 000 Rubel, während die Einfuhr nur 333,239 000 Rubel ausmachte. Während in der ersten Hälfte dieses Jahres die Zahlungsbilanz eine für Russland ungünstige war, so besserte sie sich infolge des gestiegenen Exports in der zweiten Hälfte des Jahres wesentlich.

Die europäische Politik streifte während des ganzen Jahres hart an den Krieg. Nach der Ablehnung der Militärvorlage wurde der Reichstag aufgelöst, der neu gewählte Reichstag nahm anfangs März die Militärvorlage an. Zur gleichen Zeit wurden durch eine ausserordentliche Delegation in Pest 55½ Mill. Gulden als ein ausserordentlicher Heereskredit bewilligt. In Russland machten sich verstärkte Truppenbewegungen gegen die Grenze bemerkbar. Besonders viel Militär wurde in den westlichen Festungen konzentriert. In Deutschland wurden 300 Mill. Mark zu Militärzwecken im Nachtragsetat bewilligt. Russland erlässt ein scharfes Ausnahmegesetz gegen die Ausländer, welches besonders gegen die Deutschen gerichtet war, und darauf hinauslief, dass es den Ausländern verboten wurde, Grundeigentum in den westlichen Provinzen zu erwerben, und dass ausländische Erben ihren immobilen russischen Besitz innerhalb dreier Jahre verkaufen müssten. Bismarck erliess daraufhin ein Verbot der Lombardierung russischer Wertpapiere durch die Reichsbank und die Seehandlung. Die deutsch-russischen Verhältnisse waren aufs Aeusserste gespannt.

Der Stand des Rubelkurses ist im Jahre 1887 ein noch tieferer als im Vorjahre, in welchem er schon sehr niedrig war. Von 189,38 im Januar bewegt er sich abwärts, bis er im Dezember auf 177,31 sinkt. Der niedrige Kursstand lässt sich im ersten Halbjahre teilweise aus der verschlechterten Handelsbilanz erklären, hauptsächlich jedoch, und ganz be-

[1]) Die Getreidepreise fielen vom ersten Quartal 1887 im letzten pro 1000 kg. in Reichsmark für Weizen, Danzig (unverzollt) von 151,50 auf 136; für Roggen, Bremen (unverzollt) von 100 auf 89,50 (Kantorowicz, op. cit. pag. 23).

sonders im zweiten Semester, aus der Furcht vor dem Ausbruch eines deutsch-russischen Krieges.

Das Verbot der Beleihung russischer Staatspapiere hatte zur Folge, dass die Berliner Börse mit russischen Fonds überflutet wurde. Der Kurs fiel; und auch dieses trug zum Fallen des Rubelkurses bei.

Interessant sind die hierhergehörigen Ausführungen in dem Exposé zum Budget von 1888. Der neue Finanzminister, Herr Wyschnegradsky, sagt darin: „In der gegenwärtigen Lage hatte die Versetzung der russischen Wertpapiere nach Russland zur Folge, dass diese Wertpapiere, indem sie zu unserer auswärtigen Einfuhr hinzukamen, im allgemeinen ihr einen Wert gegeben haben, der die Ausfuhr übersteigt. Infolge dieser Ursache fuhr der Rubelkurs fort, sich degressiv zu bewegen. Aber zur Stabilisierung des Wechselkurses kann man mit einer sicheren Aussicht auf Erfolg die betreffenden Massregel ergreifen nur bei einer ruhigen Stimmung, wenn die Völker der Erhaltung des Friedens sicher sind". Der letzte Satz des Finanzministers erinnert an eine von einem früheren französischen Kollegen desselben geäusserten Bemerkung: „Faites-nous de la bonne politique, nous vous ferous de bonnes finances."

1888.

Die Aussichten der Welternte liessen sich schlecht an. Daher konnte Russland die grossen Mengen Getreides, die es infolge der guten Ernte von 1887/88 eigebracht hatte, exportieren und sie zu ziemlich hohen Preisen auf dem Weltmarkte verkaufen. Die Welternte des Jahres 1888/89 fiel auch fast in allen Ländern des Kontinents wie auch Amerikas schlecht aus. Russland allein hatte auch in diesem Jahre eine gute Ernte zu verzeichnen. Der russische Getreideexport nahm infolgedessen besonders am Schlusse des Jahres bedeutend zu. Die Gesamtausfuhr erreichte 1888 die kolossale Ziffer von 718 195 000 Rubel, und sie zeigte der Einfuhr gegenüber ein Mehr von 385 902 000 Rubel. Die Handelsbilanz nahm in

diesem Jahre einen bis dahin noch nie dagewesenen günstigen Stand ein.

Was nun die politische Lage in diesem Jahre angeht, so sind im ersten Halbjahre, besonders bis April, die Gerüchte über den bevorstehenden Krieg in vollem Gange. Der deutsch-österreichische Bündnisvertrag vom 7. Oktober 1879 wird officiell im „Reichsanzeiger" und der Wiener „Abendpost" publiziert. Anlässlich der Einbringung der Militärvorlage mit der Anleihevorlage von 280 Mill. Mark hält Fürst Bismarck eine seiner berühmten Reden, in welcher er die auswärtige politische Lage schildert und dabei mit besonderem Nachdrucke betont, dass die freundschaftlichen Beziehungen zwischen Deutschland und Russland nachgelassen haben; er deutet auch ferner auf die Möglichkeit eines Krieges hin. Die Nachricht, dass Kaiser Wilhelm I. im Sterben liege, verwirrt noch mehr die an sich schon sehr verworrene Situation. Bald jedoch ändert sich die Sachlage. Es wird bekannt gemacht, dass am Sterbebett Wilhelm I. seinem Enkel ans Herz gelegt hat, den Frieden mit den Nachbarstaaten zu erhalten. Man hoffte nun, dass Europa der drohenden Katastrophe entgehen wird. Die hunderttägige Regierungszeit Friedrichs III. steigerten diese Hoffnungen. Jedoch war man eines friedlichen Ausgangs der Dinge nicht recht sicher, da die Rüstungen auf dem ganzen Kontinente im vollen Gange waren. Auch hatte das verbreitete Gerücht vom kriegerischen Sinne des Kronprinzen der Erregung frische Nahrung gespendet. — Erst nach dem Tode des Kaisers Friedrich, als Wilhelm II. den Thron bestieg, verschwanden die trüben Erwartungen, und man sah nun heller in die Zukunft. Wilhelm II. äusserte den Wunsch, den befreundeten Mächten einen persönlichen Besuch abzustatten; und in etwas mehr als einem Monate nach dem Tode seines Vaters traf der deutsche Kaiser in Kronstadt ein. Man erblickte darin eine Annäherung zwischen Deutschland und Russland. Der europäische Friede war gesichert.

Die Bewegungen des Rubelkurses sind in diesem Jahre von besonderem Interesse. Im ersten Quartal fällt der Rubel

rapid. Von 176,58 im Januar sinkt er auf 171,56 im Februar und auf 165,93 im März. Während der Monate April und Mai steigt der Kurs ein wenig; jedoch bleibt er noch immer sehr niedrig, 168,52 bezw. 169,41. Von Juni ab bewegt sich der Rubel stark aufwärts, bis er im Oktober die Höhe von 217,38 erreicht, in den letzten Monaten ist der Rubelkurs etwas wieder gesunken. — Die Abwärtsbewegung des Rubelkurses während des ersten Quartals und sein niedriger Stand bis Juni ist nur der Wirkung der politischen Ereignisse zuzuschreiben. Der Export war in dieser Zeit ein starker, die Zahlungsbilanz, soweit sie vom Warenhandel abhängt, war während des ganzen Jahres eine für Russland sehr günstige; auch hat die gute Ernte von 1888 Russlands ökonomische Lage entschieden gebessert. Nur infolge der politischen Unsicherheit, der Befürchtungen des Ausbruchs eines deutsch-russischen Krieges verlor man das Vertrauen zum russischen Staatskredit, was einen Kurssturz zur Folge hatte. Es ist nicht blosser Zufall, dass gerade im März der Rubel sogar auf 163 fiel, denn gerade in diesem Monate lag die Möglichkeit eines Krieges am nächsten. Als während der Regierungszeit Friedrichs III. die kriegerische Stimmung sich ein wenig gelegt hatte, hörte das weitere Sinken des Kurses auf, er stieg sogar ein wenig. Erst nachdem das Gewitter an dem politischen Horizont ganz verschwunden und der Frieden gesichert war, hatte die günstige Zahlungsbilanz Russlands ihren Einfluss auf das Steigen des Rubelkurses ausüben können. Besonders hoch stieg der Rubel im September und Oktober, da, wie oben erwähnt, die Ernte von 1888/89 in Russland gut, die Welternte aber mit Ausnahme Ungarns schlecht ausfiel, so dass im Herbst dieses Jahres die Ausfuhr eine ganz besonders grosse wurde. Die Getreidepreise sind auch bedeutend gestiegen.[1])

---

[1]) Die Getreidepreise gestalteten sich 1888: Vierteljahresdurchschnittspreise (pro 100 kg. in Reichsmark):

Weizen, Dangig (unverzollt); Roggen, Bremen, (unverzollt):

1889.

Auch in diesem Jahre war die Ausfuhr Russlands eine bedeutende. Die grossen Bestände an Roggen und Weizen, die aus den beiden gesegneten Vorjahren übernommen waren, wurden exportiert, und da der Bedarf auf dem Weltmarkte infolge der schlechten Welternte gross war, war auch die Nachfrage nach russischem Getreide eine sehr lebhafte. Die Getreidepreise waren ziemlich hoch, sie stiegen noch, als schlechte Ernteaussichten für das kommende Jahr gemeldet wurden — insbesondere die Roggenpreise — Roggen unverzollt Bremen pro 1000 kg in Reichsmark: von 96,50 im II. Quartal auf 106,00 im III. Quartal und 117,00 im IV. Quartal. — Die Ausfuhr betrug 1889 671,957 000 Rubel, die Einfuhr 373,674 000 Rubel. Die Handelsbilanz war auch in diesem Jahre eine durchaus günstige.

Auch die politische Lage war 1889 eine zufriedenstellende. Die herrschende Meinung war, dass der Friedenszustand bestehen bleiben würde. Der Sieg der Republik in Frankreich über Boulanger, eine gewisse Annäherung Englands an den Dreibund, der Gegenbesuch Alexanders III. am Berliner Hof schienen zur Erhaltung des Friedens noch beizutragen.

Der Rubelkurs weist im allgemeinen in diesem Jahre nur geringe Schwankungen auf und nimmt einen ziemlich hohen Stand ein, der Jahresdurchschnittskurs ist 214,39. Man hat eben im Auslande infolge der guten ökonomischen Verhältnisse in Russland und der ruhigen politischen Lage ein grösseres Vertrauen zur Zahlungsfähigkeit Russlands gewonnen.

Ich möchte hierbei folgende Thatsache anführen, um zu zeigen, wie auch ein unbedeutendes politisches Ereignis eine Wirkung auf die Kursgestaltung haben kann. Am 30. Mai 1889 brachte der Zar Alexander III. den bekannten Toast

I.	125,00	—
II.	129,00	93,00
III.	140,50	97,00
IV.	146,00	146,50

(Nach Kantorowicz, a. a. O., pag. 23).

auf den Fürsten von Montenegro aus, der lautete: „Ich trinke auf das Wohl des Fürsten von Montenegro, des einzigen, aufrichtigen und treuen Freundes Russlandes.“ Es ist klar, dass man einem solchen Ereignisse keine wichtige, politische Bedeutung zuschreiben kann. Eine kleine temporäre Missstimmung wurde allerdings dadurch, wie aus den Zeitungen zu schliessen ist, gegen Russland erweckt. Auf der Börse fand diese Missstimmung gleich Anklang und drückte sich in einer temporären Abneigung gegen die russischen Werte aus, und so ist auch der Rubelkurs im Juni von 217 auf 210 gefallen. Jedoch diese Missstimmung war nur eine vorübergehende, der Rubelkurs erholte sich bald und erreichte im Dezember die Ziffer von 218,29. Der russische Finanzminister schreibt die Besserung des Kurses hauptsächlich den günstigen politischen Zuständen zu. Im Exposé zum Etat für 1890 äussert er sich folgendermassen: „Am stärksten wirkte auf die Befestigung unseres Kurses zweifelsohne die verbesserte politische Lage Europas.“

1890.

Im Erntejahr 1889/90 war die Ernte in Russland ziemlich schlecht ausgefallen, sie betrug im ganzen 30,000,000 Tschetwert Weizen und 92,600.000 Tschetwert Roggen, jedoch besass Russland noch einen grossen Vorrat aus den Vorjahren. Da im laufenden Jahre Deutschland einen Ernteausfall zu verzeichnen hatte — diese betrug 2,372.413 Tonnen Weizen und 5,363.426 Tonnen Roggen —, wurde sein ganzer Bedarf hauptsächlich von Russland gedeckt.[1]) Die Getreidepreise stiegen hoch. Als die Befürchtungen, die man für die nordamerikanische Ernte hegte, sich bewahrheiteten, war die Nachfrage nach russischem Getreide, besonders nach Weizen, in den

[1]) Der Import von Getreidesorten nach Deutschland aus Russland betrug 1890:

370,823 Tonnen Weizen,
750,461 „ Roggen,
174,662 „ Hafer.

(Statist. Jahrb. f. d. Deutsche Reich 1892 pag. 71).

Konsumländern, denen diesmal die nordamerikanische Ernte fehlte, ausserordentlich gross. Die Weizenpreise wurden in die Höhe getrieben, auch die Roggenpreise stiegen besonders im letzten Quartal.[1]) Die Gesamtausfuhr war in diesem Jahre zwar nicht so hoch wie im Vorjahre, sie betrug immerhin 598,753,000 Rubel, und sie zeigte der Ausfuhr gegenüber einen Ueberschuss von 227,355,000 Rubel.

Die internationale Politik war in diesem Jahre eine durchaus friedliche, noch friedlicher als im verflossenen. Das weltgeschichtliche Ereignis, der Rücktritt des Fürsten Bismarck, rief keine Erschütterung im europäischen Konzert hervor. Besonders trug der zweite Besuch Wilhelms II. am russischen Hofe, der sechs Tage dauerte, dazu bei, die guten Beziehungen zwischen Deutschland und Russland noch freundschaftlicher zu gestalten.

Der Rubelkurs zeigt während des ganzen Jahres eine stark steigende Tendenz. Von 223,09 im Januar steigt der Rubel fortwährend, bis er im September bei der Zahl 263 kulminiert, von da ab bis zum Schlusse des Jahres bewegt er sich zwischen 250 und 235, auf einer seit dem letzten orientalischen Kriege nie dagewesenen Höhe. — Das rapide Steigen des Rubelkurses ist sicherlich zum Teil die Folge der verbesserten Zahlungsbilanz Russlands. Jedoch noch ein anderes kam hinzu, das auf die Befestigung des Rubelkurses einen wesentlichen Einfluss hatte. Im Laufe des Sommers 1890 verbreitete sich nämlich auf der Börse das Gerücht, dass Russland zur Goldwährung übergehen wolle. Diese Nachricht hat wesentlich dazu beigetragen, den russischen

---

[1]) Die Getreidepreise gestalteten sich 1890: Vierteljahresdurchschnitte (pro 1000 kg. in Reichsmark):

	Weizen, Danzig (unverzollt)	Roggen, Bremen (unverzollt)
I.	141,00	122,09
II.	140,50	114,00
III.	149,50	116,00
IV.	149,00	128,00

(Kantorowicz a. a. O. pag. 23).

Staatskredit in den Augen der auswärtigen Kapitalisten zu verbessern. Der Kurs russischer Wertpapiere stieg aussergewöhnlich hoch und so auch der Rubel.

Auch die günstige politische Lage, das freundschaftliche Verhältnis zwischen Deutschland und Russland erhöhte das Vertrauen zu der Solidität Russlands.

1891.

Ein ganz anderes Bild bietet das folgende Jahr unserer Betrachtung. Infolge des sehr strengen Winters, auf welchen ein sehr trockener Frühling und dann im Sommer fast drei Monate lang Regen folgten, befürchtete man, dass die Ernte in Europa sehr schlecht ausfallen werde. Daher waren die Getreidepreise schon im ersten Halbjahre enorm hoch.[1]) Russland hatte noch Reserven aus den früheren Ernten, diese wurden in grossen Massen exportiert und teuer verkauft. Nun kam die Ernte von 1891, sie übertraf alle Befürchtungen weit. Russland hatte eine Missernte zu verzeichnen. Um den Notstand im Innern zu lindern, erliess die Regierung am 11. August das Roggenausfuhrverbot und am 2. bezw. 21. November das Ausfuhrverbot alles anderen Getreides, Weizen eingeschlossen. Infolge dieser Absperrung gingen die Roggen- und Weizenpreise sprunghaft in die Höhe. In den wenigen Tagen von der Veröffentlichung bis zum Inkrafttreten des Ausfuhrverbotes wurden enorme Roggenmengen nach Deutschland aus Russland importiert. Und so kam es, dass die Gesamtausfuhr Russlands in diesem Jahre noch nicht litt, ja sie übertraf sogar die Ausfuhr des Vorjahres um ca. 14 Mill. Rubel. Die Zahlungsbilanz war auch während des ersten Halbjahres für Russland durchaus günstig. Jedoch in der zweiten Hälfte trat durch den starken Rückgang der Ausfuhr eine Verschlechterung der Zahlungsbilanz ein. Die Notlage,

---

[1]) Pro 1000 kg. Weizen, Danzig (unverzollt) betrug der Preis im I. Quartal 153,00 M., im II. Quartal 185,50 M. Pro 1000 kg. Roggen, Bremen (unverzollt) im I. Quartal 131,00 M., im II. Quartal 147,00 M. (Kantorowicz, l. c. 23).

die in Russland herrschte, trug auf den auswärtigen Börsen dazu bei, das Vertrauen zu dem russischen Staatskredit zu vermindern.

Der ungünstige Eindruck, der dadurch hervorgerufen war, wurde noch durch die innerpolitischen Verhältnisse Russlands verschärft. In diesem Jahre traten bekanntlich scharfe Massregeln und Ausnahmegesetze für die Juden in Kraft; die öffentliche Meinung Europas war darüber sehr aufgebracht. Das Consortium Rothschild-Discontogesellschaft-Bleichröder, das mit der russischen Regierung einen Vertrag behufs der Emission einer auswärtigen Anleihe von 500 Mill. Francs abgeschlossen hatte, sagte sich, nachdem die Ausnahmegesetze gegen die Juden auf ihr Ansuchen nicht zurückgezogen wurden, von demselben los; es begann zugleich eine Baissecampagne gegen die russischen Staatspapiere.[1]) Dies brachte eine grosse Verwirrung in die Kapitalistenkreise, man suchte russische Werte um jeden Preis zu verkaufen.

Entsprechend dem Gange dieser wirtschaftlichen und innerpolitischen Ereignisse bewegt sich auch der Rubelkurs. Während des ersten Halbjahres, als der Export Russlands ein reger und daher auch die Zahlungsbilanz eine günstige war, als man die Ergebnisse der kommenden Ernte noch nicht recht vorausbestimmen konnte, als die innere Politik Russlands noch keine Missstimmung im Auslande erregte, da blieb der Rubel stabil, seine Kursschwankungen waren minimal, sie hielten sich auf der Höhe von 235—241.

Sobald aber die Ernte einen grossen Ausfall zu verzeichnen hatte, sobald die Notlage in Russland jedem klar vor die Augen trat, sobald die Regierung durch ihre innere Politik die öffentliche Meinung der westeuropäischen Geldmächte gegen sich aufgebracht hatte, da sank plötzlich das Vertrauen zum russischen Staatskredit, man suchte die russischen Wertpapiere los zu werden, und die Folge war, dass der Rubelkurs sprungweise fiel. Von 238 im Juni sank der

[1]) Cfr. „Nowoje Wremja“ (Neue Zeit) vom 27. April 1891.

Rubelkurs auf 222 im Juli, auf 211 im August und 199 im November und Dezember.

1892.

Dieses Jahr steht ganz unter dem Einfluss der Missernte des Vorjahres. Infolge der bestehenden Ausfuhrverbote, und da auch die Getreidereserven in Russland völlig erschöpft waren, war der Export Russlands nur ein sehr geringer. Im Mai wurde das Ausfuhrverbot für Weizen und Mitte August auch das für Roggen aufgehoben, da man infolge der besseren Ernteaussichten glaubte, dass die Deckung des eigenen Bedarfs gesichert sei. Aber auch in diesem Jahre war die Ernte in Russland nur eine mässige, während dagegen Deutschland eine gute Ernte zu verzeichnen hatte. Die kolossalen Einfuhren aus Nordamerika und Indien nach Europa verursachten einen Preisfall des Weizens. Nach dem russischen Getreide war keine Nachfrage auf dem Weltmarkte. Die Gesamtausfuhr Russlands zeigt in diesem Jahre die kleinste Ziffer während des ganzen Jahrzehnts auf, sie betrug nur 385,895,000 Rubel. Dies bewirkte natürlich eine weitere Verschlechterung der russischen Zahlungsbilanz. Was die Notlage im Inneren des Reiches, die aus dem Vorjahre her weiter dauerte, noch vergrösserte, war der Ausbruch der Cholera, die grosse Verwüstungen hervorrief. — Auch die auswärtige Politik gab in diesem Jahre zu manchen Bedenken Anlass: man sah kleine Differenzen zwischen Russland und Deutschland entstehen, denen man allerdings nur eine geringe Bedeutung beilegte.

Der Rubelkurs steht während des ganzen Jahres unter dem Einflusse der verschlechterten Zahlungsbilanz einerseits und der verschlechterten wirtschaftlichen Lage Russlands andererseits. — Im ersten Quartal nimmt der Rubel ungefähr denselben Stand ein wie am Schlusse des Vorjahres. Nachdem aber die Berichte über die besseren Ernteaussichten eingetroffen und die Getreideausfuhrverbote aufgehoben sind, beginnt der Rubel zu steigen, im Mai bis auf 214. Da aber die

Ernte mässig ausfällt und die Notlage im Reiche noch vollauf andauert, kann man kein rechtes Vertrauen zur Zahlungsfähigkeit Russlands gewinnen, und der Rubelkurs nimmt im letzten Quartal den Stand der ersten Jahresmonate wieder ein.

1893.

Anders wurde es in diesem Jahre. Die Krisis von 1891 und 1892 war allmählich überwunden worden. Die Ernte von 1893 setzte Russland wieder in den Stand, seinen Export zu erweitern. Am Schlusse des Jahres jedoch musste fasst die ganze Ausfuhr Russlands eingestellt werden; daran war der Ausbruch des deutsch-russischen Zollkrieges schuld. Nachdem Deutschland den Zoll um 50% erhöht hatte (August) — dadurch wurden die Getreidezölle auf 75 Mark pro 1000 kg. gebracht — hörte der direkte Import nach Deutschland von Russland fast ganz auf. Immerhin belief sich die Gesamtausfuhr Russlands auf 505 896 000 Rubel; so dass die Zahlungsbilanz Russlands wenigstens im ersten Halbjahre sich wesentlich gebessert hatte. Dem ist es auch zuzuschreiben, dass der Rubelkurs um ca. 7% gegen das Vorjahr stieg.

Namentlich aber ist die Erhöhung und Befestigung des Kurses aus folgender finanzieller Ursache zu erklären. Im Etatberichte gab der Finanzminister Aufschluss über die Goldanhäufungen Russlands. Diese seien nicht, wie in der Presse ab und zu erwähnt werde, zur Bildung eines Kriegsfonds bestimmt, sondern ein Teil derselben, ca. 360 Mill. Goldrubel diene lediglich dazu, das Papiergeld zu decken; mit dem Reste des angesammelten Goldes werde der Minister die auswärtigen Effektenbörsen bekämpfen, falls sie darauf ausgehen sollten, mit den russischen Werten zu spekulieren und Kursschwankungen herbeizuführen. Mit anderen Worten: das russische Finanzministerium hatte sich entschlossen, auf die Preisgestaltung der russischen Werte einzuwirken; und es ist nur natürlich, dass es ihm, als dem mächtigsten und reichsten Spekulanten bei sachkundigem Vorgehen gelingen konnte, dem russischen Kurse eine grössere Stabilität zu verleihen.

1894 und 1895.

In den nächstfolgenden Jahren bieten die Rubel- und Wechselkursschwankungen nichts Besonderes dar. Eine neue Erscheinung tritt zu Tag: die Kursschwankungen verschwinden, und der Rubel zeichnet sich nunmehr durch seine Stabilität aus; sein Kurs bewegt sich um 219, die Oscillationen betragen nur noch 1—2%. Dieser Umschwung erklärt sich in erster Linie aus den oben erwähnten Massnahmen, die das russische Finanzministerium zur Fixierung des Rubelkurses getroffen hatte. Mit Hilfe der dem Finanzministerium zu Gebote stehenden Goldanhäufungen gelang es, den Kurs des Rubels auf der Berliner Börse von Petersburg aus zu diktieren. Die Aufgabe, die der Finanzminister sich stellte, wurde ihm durch die verbesserte ökonomische Lage Russlands erleichtert. Die Ernten der Jahre 1893/94 und 1894/95 fielen in Russland günstig aus. Der deutsch-russische Handelsvertrag, der dem beide Gegner schwer schädigenden Zollkriege ein Ende machte, trat am 20. März 1894 in Kraft. Den russischen Exportartikeln, vor allem dem Getreide, wurde nun wieder ihr natürlicher Markt eröffnet. Der Handelsverkehr mit Deutschland stieg bedeutend.[1])

Auch die glänzende Stellung Russlands in der auswärtigen Politik flösste den ausländischen Gläubigern zum russischen Staatskredit ein grösseres Vertrauen ein. Infolge all' dessen hörte die Spekulation mit den russischen Werten und dem Papierrubel auf.

Ein einziges Mal allerdings versuchte man auf der Berliner Börse eine Baissespekulation gegen die russischen Werte. Es war im Oktober 1894, als die Nachricht von der schweren Erkrankung und schliesslich auch von dem Tode des Kaisers Alexanders III. sich verbreitete. Jedoch die Baissekampagne misslang. Der Finanzminister, Herr v. Witte, machte von den ihm zu Gebote stehenden Mitteln Gebrauch, um den Rubelkurs auf seiner bisherigen Höhe zu erhalten. Die deutschen

---

[1]) Cfr. oben pag. 30.

Baissespekulanten hatten grosse Verluste zu verzeichnen, und es verging ihnen seitdem die Lust, mit dem Rubel zu spekulieren.

Die Nachricht von der bevorstehenden Valutareform in Russland befestigte noch mehr den russischen Staatskredit im Auslande.

Wir haben im vorhergehenden Schritt für Schritt die Rubelkursschwankungen während des Zeitabschnittes 1885 bis 1895 verfolgt. Es ergab sich dabei, dass dieselben (bis 1894) einerseits von der Zahlungsbilanz, andererseits aber auch von der allgemeinen wirtschaftlichen und politischen Lage Russlands beeinflusst waren. In politisch besonders unruhigen Zeiten hat die Zahlungsbilanz die entsprechende Wirkung auf die Gestaltung des Rubelkurses nicht gehabt. In solchen Zeiten hat die Befürchtung, dass ein deutsch-russischer Krieg ausbrechen werde, dazu beigetragen, dass trotz der günstigen Handelsbilanz Russlands der Rubelkurs sehr gesunken ist. Gerade die Möglichkeit des Ausbruches eines Krieges, dessen Folgen in ökonomischer und finanzieller Beziehung für Russland unabsehbar sind, flösste die grösste Abneigung gegen die russischen Werte ein und verursachte daher einen Kurssturz. Erst als der europäische Friede gesichert war, konnte die Handelsbilanz wieder ihren Einfluss auf den Wechselkurs geltend machen.

Schluss.

Es bleibt nur noch übrig, das Facit unserer Betrachtung zu ziehen.

Wir haben gesehen, dass der Wechselkurs von Berlin auf Petersburg viel grösseren Schwankungen unterworfen war, als der auf ein Land mit einer Goldwährung.

Die Ursache der Oscillationen während des Jahrzehnts 1885—1895 war nicht etwa die Quantität des cirkulierenden Papiergeldes, da diese während der ganzen Zeit fast dieselbe blieb. Die Ursache lag vielmehr einmal in der ver-

änderten Zahlungsbilanz — ein Faktor, der auch für die Wechselkurse eines Landes mit einer Goldwährung massgebend ist —, zweitens aber in der grossen auswärtigen Verschuldung Russlands.

Die letztere hatte dadurch einen Einfluss auf den russischen Wechselkurs ausüben können, weil das Ausland durch den Rückverkauf russischer Wertpapiere an Russland zeitweise die Passiva des letzteren erheblich vermehren konnte, und Russland nicht durch Edelmetallausgabe Ausgleich schuf. Die Neigung zum Rückverkauf der russischen Staatspapiere an Russland lag in dem zeitweiligen Misstrauen begründet, das man im Auslande der Zahlungsfähigkeit Russlands entgegenbrachte.

Der Grund dieses Misstrauens lag einerseits in den zeitweise verschlechterten wirtschaftlichen Verhältnissen Russlands, andererseits in den politischen Ereignissen, von welchen man auf eine eventuelle Störung der friedlichen Lage schliessen zu müssen meinte.

Das Vertrauen zur Zahlungsfähigkeit Russlands, verglichen mit der anderer europäischer Grossstaaten, war ein so schwankendes infolge der schwachen Stellung des russischen öffentlichen Kredits und des dadurch bedingten spekulativen Charakters der russischen Fonds.

Unter den Ursachen, dass der russische Kredit nicht so sicher fundiert war, wie etwa der englische, französische oder deutsche, war die hauptsächlichste die, dass Russland eine ausgesprochene Papierwährung hatte.

Um daher den russischen Kredit zu befestigen, musste man in erster Linie danach streben, den russischen Werten ihren spekulativen Charakter zu nehmen. Als dies teilweise durch die Aussicht auf die Valutareform, teilweise durch das Eingreifen des russischen Finanzministeriums erreicht wurde, hörten die grossen Kursschwankungen auch von selbst auf.

Tafel I.

Jahre	Jahresdurchschnitt der Rubelkurse [1]		Jahresdurchschnitt des Wechselkurses auf Petersburg [2]	Der Umlauf der Creditrubel [3]	Einfuhr über d. europäischen Grenzen [4]	Ausfuhr über d. europäischen Grenzen [4]	Ausfuhr - Einfuhr
	100 Rb. = RM.		100 Rub. 3 W. = R.-M.	Mill. Rub.	1000 Rub.	1000 Rub.	1000 Rub.
1885	204,68	215,32 199,79	203,76	1.073,5	379.795	497,201	117.406
1886	197,77	203,54 189,68	197,15	1.046,4	382.899	432.138	49.239
1887	181,17	189,38 177,31	180,32	1.046,4	333.239	562.877	228.638
1888	189,31	219,50 163,83	188,19	1.046,3	332.293	718.195	385.902
1889	214,39	218,29 208,78	213,28	1.046,3	373.674	671.957	298.283
1890	235,43	263,07 221,28	234,55	1.046,3	361.398	598.753	227.355
1891	224,57	245,40 199,04	223,42	1.046,3	326.297	613.074	286.777
1892	204,93	214,87 199,46	204,43	1.121,3	346.475	385.895	39.420
1893	212,99	215,54 206,75	211,87	1.195,3	395.091	505.896	110.805
1894	219,97	222,61 218,95	218,19 (acht Tage)	1.196,3	488.444	580.357	91.913
1895	219,73	220,94 218,65	219,13 (acht Tage)	1.121,3	457.712	592.963	135.251

[1]) Vierteljahresheften zur Statistik des deutschen Reiches.

[2]) Statistisches Jahrbuch für das deutsche Reich.

[3]) Raffalovich, Marché financier 1896.

[4]) Uebersicht des Aussenhandels Russlands (russisch, herausg. v. russ. Finanzministerium).

Tafel II.

Rubelkurse an der Berliner Börse.

Jahre	Januar	Februar	März	April	Mai	Juni	Juli	August	September	Oktober	November	Dezember	Jahresdurchschnitt
	100 Rubel-Reichsmark												
1885	213,39	215,32	211,48	199,98	204,39	205,81	202,61	201,89	201,77	200,12	199,71	199,73	204,68
1886	200,26	200,35	203,54	201,19	200,13	198,77	197,97	197,78	196,48	193,92	193,11	189,69	197,77
1887	189,38	183,27	180,63	179,02	181,17	183,60	179,07	179,31	180,88	180,53	179,83	177,31	181,17
1888	176,58	171,56	165,93	168,52	169,41	181,37	192,53	198,76	213,14	217,38	209,35	207,21	189,31
1889	214,75	217,42	217,72	217,56	217,90	210,95	208,78	211,45	212,07	211,25	214,56	218,29	214,39
1890	223,99	221,76	221,28	222,75	231,96	234,48	237,69	244,39	258,07	250,60	243,22	234,93	235,43
1891	236,73	237,47	239,62	241,40	241,28	238,89	222,10	211,32	215,50	212,95	198,49	199,04	224,57
1892	199,46	200,77	205,62	208,03	214,87	209,86	202,28	207,19	205,57	202,88	200,40	202,22	204,93
1893	206,75	213,30	215,40	212,20	212,85	215,54	214,67	211,62	211,96	212,07	214,14	215,34	212,99
1894	219,69	219,40	219,91	219,55	219,36	219,39	218,95	219,14	220,43	220,66	222,61	220,52	219,97
1895	219,64	219,58	219,22	219,35	220,30	220,15	219,20	219,52	219,93	220,94	220,29	218,65	219,73

Nach den Vierteljahresheften zur Statistik des deutschen Reichs, zusammengestellt in Bulletin russe de statistique de financière et de legislation III. Jahrgang N. N. 7—8.